

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA EVROPSKÉ INTEGRACE

Účast ČR v mechanismu směnných kurzů ERM II

The Czech Republic and Membership in the ERM II

Autor:

Aleš Grym

Vedoucí diplomové práce

Ing. Kateřina Dvoroková

Ostrava 2011

Zadání diplomové práce

Student: Aleš Grym

Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor: 6210T004 Eurospráva

Téma: Účast ČR v mechanismu směnných kurzů ERM II
The Czech Republic and Membership in the ERM II

1. Úvod
2. Vývoj měnových systémů a měnové integrace v Evropských společenstvích
3. Mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium
4. Účast v ERM II: implikace pro Českou republiku
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DE GRAUWE, Paul. Economics of monetary union. 7th edition. Oxford : Oxford University Press, 2007. 281 s. ISBN 978-01-9929-780-1.

DĚDEK, Oldřich. Historie evropské měnové integrace : Od národních měn k euru. 1. vydání. Praha : C.H. Beck, 2008. 260 s. ISBN 978-80-7400-076-8.

SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. Ekonomie. 1. vydání. Praha : Svoboda, 2007. 775 s. ISBN 978-80-205-0590-3.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Kateřina Dvoroková

Datum zadání: 26. listopadu 2010

Datum odevzdání: 29. dubna 2011

doc. Ing. Karel Skokan, Ph.D.
vedoucí katedry

prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Poděkování

Touto cestou bych rád vyjádřil poděkování vedoucí mé diplomové práce Ing. Kateřině Dvorokové, za její cenné připomínky a rady, kterými přispěla k vypracování této diplomové práce.

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně pod vedením Ing. Kateřiny Dvorokové a uvedl v seznamu literatury všechny použité literární a odborné zdroje.

V Ostravě dne 20. dubna 2011

podpis autora

OBSAH

1	ÚVOD	1
2	Vývoj měnových systémů a měnové integrace v ES	3
2.1	Plovoucí kurzy	5
2.1.1	Režim volně pohyblivých kurzů	5
2.1.2	Režim kurzů s řízenou pohyblivostí	6
2.2	Pevné kurzy	6
2.2.1	Režim pevného kurzu s omezeným pásmem oscilace	6
2.2.2	Režim pevného kurzu s pravidelnými změnami centrální parity	7
2.2.3	Režim pevného kurzu s neodvolatelnou centrální paritou	8
2.3	Vývoj měnových systémů do začátku 2. světové války	9
2.3.1	Vývoj měnového systému v meziválečném období	9
2.3.2	Vznik Bretton – woodského měnového systému	11
2.3.3	Fungování Bretton – woodského měnového systému	13
2.3.4	Počátek konce Bretton – woodského měnového systému	13
2.3.5	Příčiny pádu Bretton – woodského měnového systému	15
2.4	Počátky evropské měnové integrace	16
2.4.1	Evropská měnová integrace	17
2.4.2	Evropský měnový systém	19
2.4.3	Základní stavební prvky EMS	20
2.4.4	Fungování Evropského měnového systému	22
2.4.5	Krise Evropského měnového systému	23
2.5	Budování hospodářské a měnové unie	23
2.6	Shrnutí	25
3	Mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium	26
3.1	Kurzový mechanismus ERM II a pravidla jeho fungování	27
3.1.1	Mechanismus intervencí v rámci kurzového systému ERM II	28
3.1.2	Slučitelnost měnových režimů s kurzovým mechanismem ERM II	29
3.2	Varianty nastavení centrální parity v rámci ERM II	32
3.2.1	Centrální parita stanovena na úrovni aktuálního tržního kurzu	32
3.2.3	Centrální parita stanovena na úrovni vyšší než je aktuální tržní kurz	38
3.3	Estonsko v rámci ERM II	40
3.4	ERM II – přístupový proces	41
3.5	Shrnutí	42
4	Účast v ERM II: implikace pro Českou republiku	43
4.1	Česká republika a členství v ERM II	43
4.2	Strategie přistoupení České republiky k eurozóně	44
4.3	ERM II – specifická rizika	45
4.3.1	Konflikt v oblasti plnění inflačního a kurzového kritéria	45
4.3.2	Problematika správného nastavení centrální parity	47
4.3.3	Vliv apreciačních očekávání na vývoj měnového kurzu	48
4.3.4	Termín přijetí společné evropské měny euro	49
4.3.5	Vnější zdroje kurzové nestability	50
4.4	Přínosy plynoucí z členství v mechanismu ERM II	51
4.4.1	Stabilizace měnového kurzu a inflace	51
4.4.2	Konzistence makroekonomických politik	52

4.5	Analýza přínosů a rizik vyplývajících z členství v ERM II.....	53
4.5.1	Rozbor potenciálních rizik plynoucích z ERM II z hlediska jejich významnosti	53
4.5.2	Simulace hypotetického průběhu kurzu české koruny v mechanismu ERM II.....	55
4.5.3	Měnová politika ČR a její případná (ne)konzistentnost.....	56
4.6	Vnější zdroje kurzové nestability – hrozba pro Českou republiku?.....	57
4.6.1	Deficit státního rozpočtu a výše veřejného zadlužení	57
4.6.2	Vývoj růstu mezd v České ekonomice	59
4.6.3	Zadluženost domácností.....	60
4.6.4	Vnější zranitelnost prostřednictvím deficitu běžného účtu platební bilance	61
4.7	Ostatní faktory ovlivňující měnový kurz	62
4.8	Výhody plynoucí z ERM II - kritický pohled	65
4.9	Shrnutí.....	67
5	ZÁVĚR.....	68
	<i>Abstrakt</i>	<i>70</i>
	<i>Abstract.....</i>	<i>71</i>
	<i>Seznam použité literatury</i>	<i>72</i>
	<i>Seznam symbolů a zkratk</i>	
	<i>Seznam obrázků</i>	
	<i>Seznam tabulek a grafů</i>	
	<i>Přílohy</i>	

1 ÚVOD

Uvedení společné evropské měny euro v život je výsledkem dlouhodobého a složitého integračního procesu evropských států, jehož počátky sahají až do roku 1944, kdy v americkém městečku Bretton – Woods byly dohodnuty principy na vytvoření nového světového měnového řádu, založeného na systému fixních, avšak přizpůsobitelných kurzů, ve kterém dominantní postavení zaujímal americký dolar. Tato faktická nadvláda dolaru a nucená devalvace mnoha evropských měn, přinutila evropské politiky ke snaze o napravení této neblahé situace prostřednictvím větší hospodářské integrace mezi evropskými národy.

Plány týkající se vytvoření jednotné měny mezi šesticí zemí Evropského hospodářského společenství (EHS) započaly již v roce 1969, avšak po krachu Bretton - woodského měnového systému a ropné krizi v 70. letech 20. Století, byly tyto plány odloženy. Až v roce 1979 došlo k určité renesanci myšlenky na vytvoření společné evropské měny, kdy byl vytvořen Evropský měnový systém (EMS), který představoval určitý kvalitativní posun v oblasti měnové spolupráce. Během své existence prodělal několik vývojových fází, zasadil se o výraznou konvergenci hospodářských politik a později se stal novou platformou pro druhý pokus o vytvoření měnové unie, jejíž podoba byla nastíněna „Delorsovou zprávou“.

Většina poznatků plynoucích z této zprávy byla posléze přijata Maastrichtskou smlouvou, která vymezila časový a technický plán na vytvoření Hospodářské a měnové unie (HMU). Jednou z klíčových součástí vytvoření HMU, bylo vytvoření nového Evropského mechanismu směnných kurzů ERM II, který nahradil původní mechanismus ERM z dob fungování evropského měnového systému. Tento nový mechanismus se stal pro státy neúčastníci se 3. fáze HMU určitým „před-vstupním“ prostorem, aby měly možnost dostatečně se připravit na vstup do této poslední fáze, přijmout společnou evropskou měnu euro a stát se plnohodnotnými členy uskupení nesoucí název eurozóna.

Cílem této diplomové práce je rozbor mechanismu směnných kurzů ERM II z hlediska pravidel jeho fungování, provedení analýzy potenciálních rizik a přínosů, které s sebou členství v tomto mechanismu přináší a vyhodnocení, zda je případný vstup do tohoto mechanismu pro Českou republiku přínosem či nikoli.

Před samotným započítím práce byly stanoveny dvě hypotézy, které zní takto: Vstup České republiky do mechanismu ERM II v roce 2012 lze doporučit. České republice hrozí po vstupu do ERM II měnová krize v kontextu krize 1997.

Práce je rozdělena tématicky do tří kapitol. První kapitola v teoretické rovině pojednává o systémech devizového kurzu, jejich klasifikaci a významu pro hospodářskou politiku země. Dále je nastíněn vývoj měnových systémů a měnové integrace ve světě od 2. poloviny 19. století až po vznik Hospodářské a měnové unie mezi členskými státy Evropské unie.

Druhá kapitola se již zabývá praktickým fungováním mechanismu směnných kurzů ERM II. Postupně jsou objasněna pravidla pobytu v tomto mechanismu, dále jsou uvedeny základní scénáře týkající se nastavení centrální parity na konkrétních příkladech zemí, jež se tohoto mechanismu účastnily.

Poslední kapitola této práce se věnuje analýze rizik a přínosů, plynoucích z členství v tomto mechanismu. V závěru jsou tato rizika a přínosy diskutovány z hlediska jejich reálné hrozby pro Českou republiku pokud by vstoupila do kurzového mechanismu ERM II. Při zpracování této diplomové práce byly využívány dostupné a relevantní informace z české a zahraniční literatury a internetových zdrojů.

Při zpracování diplomové práce byly použity metody obecné tzn. využití deskriptivního přístupu, srovnávání, dedukce, syntézy a analýzy relevantních zdrojů, týkající se problematiky mechanismu směnných kurzů ERM II a metody speciální tj. metoda historická vnitřní a metoda komparace¹. Součástí diplomové práce jsou také grafy a tabulky, které doplňují teoretickou část práce o část praktickou.

¹ VARADZIN, F., BŘEZINOVÁ, O. *Hledání ve světě ekonomie: věda, metodologie, ekonomie*, Praha: Profesional Publishing, 2003. ISBN: 80-86419-56-8.

2 Vývoj měnových systémů a měnové integrace v ES

Kurzovou politiku můžeme označit za nedílnou součást hospodářské politiky každého státu. Při pohledu na uspořádání kurzových vztahů v jednotlivých zemích, zjistíme, že zde existuje mnoho rozdílů v pravidlech a mechanismech, jež determinují devizový kurz. Tato pravidla a mechanismy poté vytvářejí *tzv. „systémy devizového kurzu“*. Odlišnosti v rámci různých systémů devizového kurzu jsou dány specifickou úlohou centrální banky, mírou stability a pružnosti kurzu, přístupem vlády ke kurzové politice apod. To jak jsou systémy devizových kurzů nastaveny má poté významné implikace na daný stát např. v oblasti přizpůsobování domácích a zahraničních cen, platební bilance, vývoje devizových rezerv, nastavení fiskální a monetární politiky aj. Jak již bylo výše zmíněno, jedním z atributů, jež determinuje systém devizového kurzu je nastavení míry flexibility měnového kurzu. Z tohoto hlediska rozlišujeme kurzy *fixní* a *flexibilní*. Tak jako v jiných oblastech lidského poznání, i zde se vedly spory, zda jsou vhodnější flexibilní nebo fixní kurzy. Názorové rozdíly panovaly zejména mezi představiteli dvou hlavních ekonomických škol, monetaristů a keynesiánů.

*Monetaristé*² kladou velký důraz na nástroje měnové politiky, zároveň upřednostňují flexibilní měnové kurzy, které umožňují centrální bance vykonávat nezávislou měnovou politiku, dosahovat vnější rovnováhy a flexibility reálných mezd.

*Keynesiáni*³ oproti tomu kladou větší důraz na nástroje fiskální politiky, kterou využívají ke stimulaci agregátní poptávky v období recese a krytí rozpočtových deficitů v období hospodářského růstu. Oproti monetaristům preferovali systém fixních měnových kurzů. V 50. letech došlo k názorovému střetu těchto dvou hlavních ekonomických proudů, ohledně relativní účinnosti fiskální a monetární politiky. Keynesiáni byli zastánci větší fiskální účinnosti a nízké účinnosti měnové politiky. Monetaristé zastávali právy opak. Spor se vedl ohledně míry citlivosti poptávky po penězích související se změnami úrokové míry⁴. Druhá část sporu se týkala vytěsnění soukromých investic vládními výdaji. Nový pohled na tento spor vnesl *tzv. „Mundell - Flemingův model“*⁵, který ukázal, že relativní účinnost

² Liberální směr zdůrazňující *tzv. „laissez faire“*, odmítající jakékoli státní zásahy do ekonomiky. Významnou osobností tohoto směru byl Milton Friedman.

³ Intervencionistický směr, jež se zabýval úlohou státu v ekonomice. Významným představitelem tohoto ekonomického směru byl britský ekonom J. M. Keynes.

⁴ Mundell, R. A.: *The Monetary Dynamics of International Adjustment Under Fixed and Flexible Exchange Rates*, The Quarterly Journal of Economics, LXXXIV, No. 2, May 1960, pp. 227–257.

⁵ Blíže viz KLAUS, Václav; ZÁHRADIL, Jan ; HOLMAN, Robert *Ekonomika, právo a politika : Sborník příspěvků ze seminářů. In Mundell - průkopník moderní mezinárodní ekonomie.* [online]. Praha : Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000 [cit. 2010-11-16]. Dostupné z WWW:

<<http://www.cepin.cz/docs/dokumenty/sbornik04.pdf>>.

fiskální popř. monetární politiky závisí především na tom, zda jsou měnové kurzy flexibilní nebo fixní. Model vychází z předpokladů *malé otevřené ekonomiky, dokonalé kapitálové mobility, konstantní cenové hladiny a existence jedné „světové“ úrokové míry*⁶. Model rozlišuje dva typy kurzů: *fixní* a *flexibilní*. V režimu fixních kurzů je dle modelu měnová politika zcela neúčinná (není schopna ovlivnit výši zaměstnanosti ani reálného výstupu). Fiskální politika je v tomto případě, na rozdíl od měnové politiky účinná⁷. Zcela opačná situace nastává v režimu flexibilních kurzů, kde je měnová politika velmi účinná, zatímco fiskální politika je zcela neúčinná⁸. Ačkoli makroekonomické modely nejsou dokonalé a popisují námi vnímanou realitu velmi přibližně, pomáhají nám alespoň přibližně pochopit funkci složitých procesů v ekonomice. Také Mundell - Flemingův model, vychází z mnoha omezení (předpokladů), ale i přesto pomáhá pochopit význam fixních a flexibilních měnových kurzů a jejich nezanedbatelného vlivu na účinnost hospodářské politiky resp. účinnost nástrojů měnové a fiskální politiky.

V rámci klasifikace systémů devizových kurzů dále rozlišujeme systémy, které jsou charakteristické pro *tržní ekonomiky* se *směnitelnou měnou*, zde patří:

I. Plovoucí kurzy

- Režim volně pohyblivých kurzů, *tzv. čistý, volný floating (free floating, clean floating, independent floating)*
- Režim kurzů s řízenou pohyblivostí *tzv. řízený floating (dirty floating, manager floating)*

II. Pevné kurzy

- Režim pevného kurzu s omezeným pásmem oscilace
- Režim pevného kurzu s pravidelnými změnami centrální parity (*crawling peg, crawling band*)
- Režim pevného kurzu s neodvolatelnou centrální paritou *tzv. měnový výbor (currency board)*

⁶ Model IS – LM – BP: jedná se o rozšířený model IS – LM o mezinárodní obchod a mezinárodní pohyby kapitálu blíže viz. Mach, M.: *Makroekonomie II pro magisterské (inženýrské) studium*. 1. a 2. část, 3. vyd. Slaný. Melandrium 2001

⁷ Neúčinnost měnové politiky, vychází z faktu, že centrální banka je v režimu fixních kurzů nucena bránit pomocí devizových operací jakýmkoli odchýlkám měnového kurzu od stanovené centrální parity.

⁸ Uvažujme případ, kdy vláda chce pomocí vládních výdajů stimulovat agregátní poptávku, to způsobí růst úrokové míry nad úroveň „světové úrokové míry“. Tato situace povede k přílivu zahraničního kapitálu, jež dále povede ke zhodnocení (apreciaci) domácí měny, což povede *ceteris paribus* ke snížení čistého exportu. Agregátní poptávka zůstane na stejné úrovni, vládní výdaje jsou v tomto případě vykompenzovány poklesem čistého exportu. Vytěsnění je úplné.

Vedle těchto ekonomik se také vyskytují *tzv. „netržní ekonomiky“*, které disponují *nesměnitelnou měnou*, kde se funkce systému devizového kurzu odvíjí na základě principů direktivního státního plánování. Pozornost bude dále věnována výhradně systémům, jež jsou typické pro tržní ekonomiky se směnitelnou měnou.

2.1 Plovoucí kurzy

V rámci plovoucích kurzů rozlišujeme z hlediska jejich řízení tyto dva režimy: *režim volně pohyblivých kurzů, režim kurzů s řízenou pohyblivostí*

2.1.1 Režim volně pohyblivých kurzů

Volně pohyblivé kurzy se pohybují bez omezení a intervenčních zásahů centrální banky. Jejich rovnovážná úroveň je dána nabídkou a poptávkou na devizovém trhu. Reagují zcela přirozeně na vývoj úrokových sazeb, inflace a dalších faktorů, které určují jejich rovnovážnou úroveň. Centrální banka může provádět nezávislou měnovou politiku, jinými slovy může nezávisle ovlivňovat peněžní zásobu, aniž by byla vázána stanovením určité úrovně kurzu. Režim volně pohyblivých kurzů je uplatňován u směnitelných měn. Pokud centrální banka realizuje *čistý floating* je často vázána mezinárodními dohodami, jež mají na měnový kurz nepřímý vliv. Tento režim volně pohyblivých kurzů byl hojně využíván od počátků 70. let. Před 2. světovou válkou se používal velmi sporadicky a převládaly pevné kurzové režimy, jež byly jednou z podmínek členství v MMF.

Výhody volně pohyblivých kurzů

- Povede k pružnému přizpůsobení změn relativních cen mezi domácí úrovní výrobních nákladů a cen a zahraničními výrobními náklady a cenami,
- Povede ke zmírnění nerovnováhy platební bilance,
- Centrální banky nemusí držet značné devizové rezervy, za účelem devizových intervencí

Nevýhody volně pohyblivých kurzů

- Podporuje spekulativní pohyb kapitálu, jež může mít negativní účinky na platební bilanci a reálný kurz,
- Existující kurzové riziko brání efektivnímu rozvoji mezinárodního obchodu,
- Vyšší inflace plynoucí z rizika volatility měnových kurzů (exportéři si toto riziko zakalkulují do svých nákladů)

2.1.2 Režim kurzů s řízenou pohyblivostí

Řízený floating lze považovat za kurzový režim, který leží někde uprostřed mezi volně pohyblivými kurzy s neomezenou oscilací a pevnými kurzy. Pružnost tohoto kurzu se odvíjí od intervencí centrální banky, pokud se kurz ocitne pod destabilizující spekulací. Centrální banka provádí intervence, aniž by byla předem vázána nějakými předem stanovenými pásmy oscilace. Problémem těchto intervencí je nemožnost centrální banky ovlivnit kurz své měny ve vztahu k zahraniční měně (USD, EUR). To se týká především malých otevřených ekonomik, kde snaha ovlivnit kurz své měny je poměrně malá⁹.

Výhody kurzů s řízenou pohyblivostí

- Pomáhá krátkodobě stabilizovat kurz a zabránit jeho nadměrným výkyvům,
- Snižuje rizika a nejistoty v mezinárodním obchodě a investování,
- Odráží úrokový diferenciál a ostatní dlouhodobé determinanty kurzu

Nevýhody kurzů s řízenou pohyblivostí

- Intervence na devizovém trhu v případě řízeného floatingu můžou být nákladnější než u pevných měnových kurzů, z důvodů neexistence pásem oscilace

2.2 Pevné kurzy

Z hlediska způsobu řízení systému pevných kurzů rozlišujeme tyto režimy: *režim pevného kurzu s omezeným pásmem oscilace*, *režim kurzu s pravidelnými změnami centrální parity*, *režim pevného kurzu s neodvolatelnou centrální paritou*.

2.2.1 Režim pevného kurzu s omezeným pásmem oscilace

V rámci tohoto režimu je stanovena centrální parita a zároveň jsou vymezena oscilační pásma kolem této centrální parity. I tento režim se tedy vyznačuje určitou pružností, která je oproti volně pohyblivým kurzům limitována právě vymezenými pásmy oscilace. Pomocí intervencí se centrální banka snaží udržet stanovenou centrální paritu v předem vymezeném pásmu oscilace. Pokud centrální autorita není schopna zajistit návrat měnového kurzu zpět do pásma, může přistoupit ke změně centrální parity. V případě zhodnocování měny a neúspěšných pokusech o její znehodnocení přistoupí

⁹ Za tímto účelem se centrální banky dohodnou na provádění tzv. koordinovaných intervencí, kdy mezi sebou uzavřou dohodu v oblasti kurzové politiky.

centrální banka k revalvaci domácí měny, přičemž dojde také ke změně oscilačních pásem. Při znehodnocení měny hovoříme o devalvaci.

Výhody pevného kurzu s omezeným pásmem oscilace

- Vedou ke snížení nákladů související se zajištěním se proti kurzovému riziku,
- Vytváří stabilní prostředí pro rozvoj mezinárodního obchodu a mezinárodní obchodní spolupráce

Nevýhody pevného kurzu s omezeným pásmem oscilace

- Obtížné přizpůsobení relativních cen a nákladů,
- Potřeba udržování určité úrovně devizových rezerv, za účelem stabilizace měnového kurzu pomocí kurzových intervencí

2.2.2 Režim pevného kurzu s pravidelnými změnami centrální parity

U tohoto režimu dochází ke změnám centrální parity pravidelně a obvykle v předem ohlášených krocích. Proto se tomuto režimu také říká *tzv. „režim posuvného zavěšení“*. Rozlišujeme dvě formy posuvného zavěšení a to: ***crawling peg*** a ***crawling band***. V případě prvně jmenovaného nejsou stanovená žádná pásma oscilace, u druhého typu jsou stanovená pásma oscilace, jež by měla být tak široká, aby umožnila přechod centrální parity z jednoho pásma do druhého a umožnila tak prostor pro samostatnou měnovou politiku. Změna centrální parity může být realizována těmito způsoby: *podle průměru tržního kurzu v průběhu předchozího období, podle vývoje inflace v okolních zemí a nebo podle skupiny indikátorů*, kterými se myslí např. velikost a vývoj devizových rezerv, zahraniční zadlužení, vývoj běžného účtu platební bilance. Tento typ kurzového režimu se doporučuje zemím, které se potýkají s vysokou mírou inflace. Prostřednictvím snižování tempa depreciace dochází také ke snižování tempa růstu cenové hladiny. Takto dopředu ohlášené depreciace stabilizují toky spekulativního kapitálu, snižují kurzové riziko a vedou k větší stabilitě měnového kurzu¹⁰.

¹⁰ DURČÁKOVÁ, Jaroslava; MANDEL, Martin. *Mezinárodní finance*. Praha : Management Press, 2007. 487 s. ISBN 978-80-7261-170-6

Výhody pevného kurzu s pravidelnými změnami centrální parity

- Snížení kurzového rizika a zvýšení stability měnového kurzu,
- Předem ohlášená změna centrální parity vede ke kompenzaci úrokového diferenciálu a stabilizuje toky spekulativního kapitálu

Nevýhody pevného kurzu s pravidelnými změnami centrální parity

- Zvýšené nároky na prognostický aparát měnových a statistických autorit při změnách centrální parity
- Je původcem vyšší inflace v malých otevřených ekonomikách

2.2.3 Režim pevného kurzu s neodvolatelnou centrální paritou

Jedná se o systém kurzového režimu, kdy je centrální autoritou neodvolatelně vyhlášen pevný kurz bez pásem oscilace. V tomto případě mluvíme o *tzv. „currency board“*, česky známém jako *tzv. „měnový výbor“*. Centrální banka se vzdává všech svých měnových nástrojů vyjma nesterilizovaných devizových intervencí¹¹. Tento systém funguje na explicitním závazku měnové rady směňovat domácí měnu za měnu zahraniční podle předem stanoveného a neodvolatelného pevného kurzu¹². Většinou se jedná o měny světového významu např. USD, EUR, GBP. Měnový výbor může emitovat jen takové množství domácích peněz, jež odpovídá zásobě devizových rezerv dané země. Každá další emise peněz musí být podložena přírůstkem aktiv denominovaných v dané cizí měně (nutnost 100% krytí domácího oběživa devizovými rezervami). Teoretickým základem tohoto režimu se stal *tzv. „monetární přístup k platební bilanci“*¹³. Nesterilizované kurzové intervence v tomto případě plní samoregulační mechanismus, který uvádí nabídku a poptávku po penězích do rovnováhy. Tento typ kurzového režimu bývá často doporučován zemím, jejichž centrální banka nedokázala účinně bojovat s inflací a tím ztratila svou kredibilitu. Je také vhodná u zemí, kde hrozí vytlačení domácí měny měnou zahraniční. Mnozí ekonomové, ale považují tento systém za příliš jednoduchý než aby dokázal v přijatelné míře reflektovat složitost procesů, jež jsou stěžejní v oblasti dosahování makroekonomické rovnováhy.

¹¹ Centrální banky tyto operace provádí s cílem eliminovat vliv devizových intervencí na peněžní nabídku. Většinou prostřednictvím operací na volném trhu stáhne přebytečnou likviditu na peněžním trhu – „sterilizace“.

¹² Tento závazek bývá většinou zakotven v ústavě nebo podléhá schválení parlamentem dané země.

¹³ Tento přístup spatřuje nerovnováhu platební bilance v nesouladu nabídky a poptávky po penězích.

2.3 Vývoj měnových systému do začátku 2. světové války

Pokud se podíváme na vývoj měnových systémů až do začátku 2. světové války, zjistíme, že dominujícím měnovým uspořádáním byl tzv. standard zlaté mince. Tento systém fungoval ve své ryzi podobě zhruba od 2. poloviny 19. století až do začátku 1. světové války. Toto měnové uspořádání fungovalo na principu krytí oběživa zlatem, což zaručovalo plnou směnitelnost bankovek za zlato podle předem stanovené centrální parity¹⁴. Jednalo se tedy o režim fixního kurzu. Centrální autority v tomto systému čelily dvěma omezujícím faktorům. Prvním omezením, se kterým se musela měnová autorita smířit, bylo provádění peněžní expanze do výše, která odpovídala množství rezervního zlata. Kdyby došlo k větší peněžní expanzi než by odpovídalo stavu zlatých rezerv, vyvolávalo by to nedůvěryhodnost splnit závazek plné směnitelnosti peněz za zlato. Druhý omezující faktor byl ten, že měnová autorita musela udržovat vzájemné kurzy mezi jednotlivými národními měnami v poměru, který odpovídal zlatým obsahům příslušných peněžních jednotek. Pokud by daná země udržovala např. podhodnocený kurz vůči zlaté paritě rozpoutala by proti své měně útoky spekulantů, což by vedlo k úbytku a následné ztrátě zlatých rezerv. Při výskytu problému cenové konkurenceschopnosti, platební bilance a jiných ekonomických problémech, je centrální autorita nucena v rámci zlatého standardu provést snížení peněžní zásoby

Před začátkem 1. světové války používalo zlatý standard celkem 59 zemí. V prvních letech války došlo k opuštění tohoto měnového systému. Poslední zemí, která přistoupila k zákazu vývozu zlata ze země byly Spojené státy americké¹⁵. Důvod, který vedl k opuštění zlatého standardu spočíval v potřebě financování válečných výdajů během 1. světové války. Tato potřeba byla následně uspokojena tiskem nových peněz, které ale již nebyly kryty zlatem, což mělo negativní dopady pro danou ekonomiku¹⁶.

2.3.1 Vývoj měnového systému v meziválečném období

V období mezi světovými válkami byly vystřídaný různé typy měnových systémů. Docházelo k zavádění měnových systémů na bázi volně plovoucích kurzů bez použití jakýchkoli kurzových intervencí. Toto období bylo ovšem spojeno s velkými kurzovými fluktuacemi a nestabilitou, proto se začaly objevovat tendence, které směřovaly

¹⁴ Obíhat také mohly přímo zlaté mince, ale většinou tuto roli nahrazovaly papírové bankovky, kryté zlatem.

¹⁵ Již v roce 1919 se USA opět vrátily ke standardu zlaté mince.

¹⁶ DĚDEK, Oldřich. *Historie evropské měnové integrace : Od národních měn k euru*. 1. vydání. Praha : C.H. Beck, 2008. 260 s. ISBN 978-80-7400-076-8.

opět ke kurzovému uspořádání v podobě zlatého standardu, známý z dob před vypuknutím 1. světové války. Tento návrat nebyl úspěšný, jednak z důvodu nástupu hospodářské krize v 30. letech 20. století, a také proto, že tento zlatý standard se od své ideální podoby značně lišil. První odlišností bylo to, že žádná země neumožňovala volný oběh zlatých mincí. Druhou změnou bylo praktické neumožnění směny peněz za zlato. Jen dvě země používaly tzv. „*standard zlatého slitku*“, a zároveň se zavázaly směnit příslušnou částku za zlato¹⁷. Ostatní země udržovaly tzv. standard zlaté devizy, kdy jejich domácí měny byly napojeny na zlato nepřímo, prostřednictvím stanoveného pevného kurzu na britskou libru popř. americký dolar, jež byly kryté zlatem. Došlo tedy k propojení zahraničních měn prostřednictvím fixních měnových kurzů. Toto měnové uspořádání má jednu zvláštnost, zejména v oblasti přizpůsobovacího mechanismu dané ekonomiky. Pokud je příslušná ekonomika zasažena ztrátou konkurenceschopnosti na zahraničních trzích, bude mít tato skutečnost vliv také na platební bilanci této ekonomiky a bude docházet k růstu dovozu nad vývozy.

Tento nepoměr v oblasti zahraničního obchodu bude mít za následek odliv zlata z dané ekonomiky¹⁸. Měnová autorita by na tuto situaci mohla reagovat několika způsoby - emisí peněz, které by nebyly kryty zlatem, snížením peněžní zásoby v ekonomice nebo změnou (snížením) zlatého obsahu peněžní jednotky. Pokud by byl uplatněn první způsob, čili emise peněz, které nejsou kryty zlatem, vystavovala by se měnová autorita riziku ztráty důvěry tím, že připouští oběh nekrytých peněz. Oproti tomu snížení peněžní zásoby v ekonomice by mělo za následek jejich faktický nedostatek, což by vyvolalo růst úrokových sazeb a negativně působilo na hospodářský růst. Pokud by měnová autorita přistoupila na snížení zlatého obsahu svých peněžních jednotek, mohlo by to vyvolat krizi důvěry a vést ke zhroucení zlatého standardu¹⁹.

Jelikož způsob fungování zlatého standardu neumožňuje provádět devalvaci, bude muset země, jež má problémy s platební bilancí a cenovou konkurenceschopností přetrpět určité období hospodářského útlumu a zvýšené nezaměstnanosti, dokud v rámci přizpůsobovacího mechanismu nedojde k poklesu mezd a cen²⁰, a tím nedojde k opětovnému

¹⁷ Za předpokladu splnění velikosti objemu příslušné transakce.

¹⁸ Při rostoucím dovozu bude ekonomika více peněz „vydávat“ a poklesem vývozu méně peněz „dostávat“, což za neměnných okolností povede ke změně zlatých rezerv (poklesu).

¹⁹ DĚDEK, Oldřich. *Historie evropské měnové integrace : Od národních měn k euru*. 1. vydání. Praha : C.H. Beck, 2008. 260 s. ISBN 978-80-7400-076-8.

²⁰ Jelikož jsou mzdy a ceny rigidní než dojde k jejich poklesu bude ekonomika nucena si prožít poněkud hlubší útlum hospodářského růstu.

obnovení konkurenceschopnosti, růstu vývozu a přílivu zlata do ekonomiky²¹. V případě ekonomiky, která má naopak přebytkovou platební bilanci, dochází k růstu mezd a cen, což vede k inflačním tlakům. Zlatý standard neumožňuje na tuto situaci reagovat revalvací dané měny. Tato zvýšená inflace vede ke ztrátě konkurenceschopnosti, poklesu exportu, omezení přílivu zlata do ekonomiky a celkovému hospodářskému zpomalení. Z výše uvedeného lze vypozařovat jednu charakteristickou vlastnost zlatého standardu. Touto vlastností je působení tržních sil, které automaticky působí proti přílišnému ekonomickému rozmachu a jejímu následnému přehřátí, tak také dokáže odstranit problémy, jež jsou příčinou ekonomického útlumu²².

Problémem v meziválečném období, kdy se jednotlivé státy vracely k systému zlatého standardu, byla určitá netrpělivost hospodářských autorit čekat než automatické tržní síly začnou působit. Proto se státy uchýlovaly čím dál častěji k ochrannářským praktikám a konkurenčním devalvacím. Docházelo k nadměrnému zhodnocování popř. znehodnocování měn, což vnášelo do celého měnového systému značnou nestabilitu. Dalším podstatným problémem tohoto období byla faktická neexistence jakékoli hospodářské a kurzové koordinace, pokud pomineme snahy Francie, USA a Velké Británie, které se dohodly na zavedení systému koordinovaného kurzového řízení měnových kurzů. Vypuknutím 2. světové války došlo k faktickému zrušení zlatého standardu a zavedení absolutních měnových kontrol²³.

2.3.2 Vznik Bretton – woodského měnového systému

Již před samotným koncem 2. světové války vedly mocnosti jednání ohledně budoucí podoby mezinárodního měnového systému. Na základě těchto jednání došlo 22. 7. 1944 k podepsání mezinárodní dohody, díky níž byl ustanoven tzv. Bretton – woodský měnový systém²⁴. Velkou úlohu zde sehrála dvojice ekonomů J. M. Keynes (VB) a Henry White (USA). Keynes zastával názor, že pouze vláda dokáže uchránit ekonomiku před tržním selháním zejména v oblasti měnové a finanční. J. M. Keynes rovněž zastával názor, že nedostatek likvidity nemůže stát v rozvoji mezinárodního měnového systému a financí

²¹ SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. *Ekonomie*. 1. vydání. Praha : Svoboda, 2007. 775 s. ISBN 978-80-205-0590-3.

²² Existenci působení tohoto mechanismu dokázal již v 18. století britský filozof David Hume. Vycházel z předpokladu, že hladina cen je přímo úměrná nabídce peněz. V dobách zlatého standardu byla většina peněz tvořena zlatými mincemi popř. papírovými bankovkami, jež byly kryté zlatem.

²³ BALDWIN, R., WYPLOSZ, CH. *Ekonomie evropské integrace*. 2. vydání. Praha GRADA Publishing, 2008, 480s. ISBN 978-80-247-1807-1

²⁴ Název tohoto systému je odvozen od amerického lázeňského městečka Brettonwood, kde byla tato dohoda podepsána. Jednání se tehdy zúčastnilo celkem 44 zemí.

obecně. Proto požadoval zřízení nových mezinárodních peněz, které by nahradily zlato²⁵. Henry White reprezentující USA zastával rovněž jako Keynes názor, že vláda je odpovědná za správné fungování ekonomiky. Na rozdíl od Keynesa však prosazoval, aby zlato tvořilo základ mezinárodního měnového systému²⁶. Při vytváření podoby Bretton - woodského systému nakonec převážila americká koncepce. Na základě přijatých Bretton - woodských dohod došlo k ustanovení *Mezinárodního měnového fondu* a *Mezinárodní banky pro obnovu a rozvoj*, která je známější spíše pod názvem *Světová banka*. Rovněž došlo v roce 1947 k vytvoření Všeobecné dohody o clech a obchodu *tzv. „GATT“*²⁷. Pravidla přijatá v rámci Bretton - woodských dohod, byla zacílena na omezení svobody členských států v oblasti autonomie stanovování kurzových parit.

Cílem Bretton - woodských dohod bylo zejména vytvoření takového měnového systému, který by se vyhnul dvěma krajním řešením nastavení kurzových režimů. Prvním z nich byl rigidní systém měnových kurzů, který neblaze přispíval k „zakonzervování“ makroekonomických nerovnováh a druhým byl systém plovoucích kurzů, který sváděl k provádění kompetitivních devalvací. Bretton – woodský měnový systém byl proto koncipován jako systém pevných, avšak přizpůsobitelných měnových kurzů. Výsadní postavení v tomto měnovém systému zaujímal americký dolar, který v podstatě plnil úlohu zlatého standardu, jelikož zde byl závazek plné konvertibility dolaru za zlato. Hodnota dolaru byla stanovena na úrovni 35 USD za jednu unci zlata. Ostatní měny členských států byly na dolar, jakožto pomyslnou měnovou kotvu napojeny prostřednictvím pevných kurzů s daným oscilačním pásmem $\pm 1\%$ okolo centrální parity. Novinkou v pravidlech fungování Bretton - woodského měnového systému, bylo zavedení mechanismu, který umožňoval změnit centrální paritu, pokud se daná země nacházela v určité fundamentální nerovnováze. Tento pojem neobsahoval nějakou přesnou definici, avšak bylo bráno na zřetel, že provedení devalvace v kombinaci s koordinovanými kroky hospodářských politik, může tuto nerovnováhu odstranit. Dohled nad celým fungováním nového globálního měnového systému měl Mezinárodní měnový fond, který prostřednictvím svých úvěrových nástrojů pomáhal zemím překonávat problémy platební bilance.

²⁵ Jednalo se o libru či americký dolar.

²⁶ Tento postoj vycházel z pozice USA, jakožto země disponující velkými zásobami zlata.

²⁷ Smyslem této smlouvy bylo, aby země neposkytovaly jakékoli jiné výhody zemím, které by neposkytovaly rovněž jiným zemím.

2.3.3 Fungování Bretton – woodského měnového systému

Ve své původní podobě setrval Bretton – woodský měnový systém do začátku 70. let. Jak již bylo zmíněno, tento systém byl koncipován jako systém pevných, ale upravitelných měnových kurzů, členské státy udržovaly kurzy svých měn v rámci stanoveného flukтуаčního pásma $\pm 1\%$ okolo centrální parity vůči dolaru. Právě dominantní postavení dolaru a jeho směnitelnost za zlato se stalo velkou slabinou tohoto systému. Pokud americká ekonomika čelila problémům, zákonitě se tyto problémy musely projevovat na chodu celého mezinárodního měnového systému. V prvních letech svého fungování sehrál Bretton – woodský měnový systém pozitivní roli. Bylo to jednak způsobeno tím, že měny evropských států byly nekonvertibilní, a také tím, že většina států Evropy měla deficit platební bilance v mezinárodním obchodu s USA. Tyto důvody umožňovaly americkému dolaru setrvat v pozici měnové kotvy celého systému a světové rezervní měny. K obratu došlo během 50. let, kdy ostatní státy nabyly dostatečné dolarové rezervy, které mohly použít pro obranu svých centrálních parit vůči dolaru. Začalo také docházet k vytváření přebytků zahraničního obchodu s USA, což mělo za následek růst držby dolarů v zahraničí. Centrální banky poté směňovaly dolarové rezervy za zlato a v důsledku tohoto docházelo k odlivu zlatých rezerv z USA. Tato skutečnost vyvíjela na USA tlak, co se týče splnění závazku směnitelnosti dolaru za zlato. Začaly se objevovat první domněnky ohledně devalvace amerického dolaru, což by vedlo ke zvýšení oficiální ceny zlata. Tento fakt byl pro Spojené státy nepřijatelný. USA se snažily přijmout opatření, kterým by zamezily odlivu zlata z ekonomiky, avšak žádný koncept se neujal²⁸.

2.3.4 Počátek konce Bretton - woodského měnového systému

S pokračujícím odlivem zlata z americké ekonomiky a rostoucí držby amerických dolarů v zahraničí, vedla tato skutečnost ostatní členské státy k úvahám ohledně další budoucnosti amerického dolaru, jakožto mezinárodního rezervního aktiva. Rovněž se objevovaly obavy z toho, že světová ekonomika nedisponuje dostatečnou likviditou. V 60. letech se poprvé objevily úvahy o vytvoření nového mezinárodního rezervního aktiva. Jednalo se o *tzv. „složenou rezervní jednotku“*, která by se skládala z hlavních světových měn a nahradila by funkci amerického dolaru. Tento návrh byl pro Spojené státy nepřijatelný. Byl ujednán kompromis, přičemž došlo k vytvoření

²⁸ Mezi možné způsoby jak zabránit odlivu zlata do zahraničí bylo např. omezení soukromé poptávky po zlatě, což spočívalo v odrazování amerických občanů od nákupu zlata, ze strany centrálních bank. Tento koncept, ale nebyl přijat všemi centrálními bankami a účinek toho opatření byl na ekonomiku USA minimální.

tzv. „Zvláštního práva čerpání“ (SDR). Původně jedna jednotka SDR odpovídala 1 USD, později došlo ke změně a hodnota SDR byla vyjádřena formou měnového koše, kde byla zastoupeny hlavní světové měny. K první emisi této jednotky došlo v roce 1970. Zvláštní práva čerpání (SDR) jsou v dnešní době používány při transakcích mezi centrálními bankami k vyrovnávání nerovnováhy platební bilance. Použití pro soukromé účely není umožněno.

Kromě odlivu zlata z americké ekonomiky a následného přebytku americké měny v zahraničí, docházelo taky k zásadnímu rozchodu v oblasti měnových politik USA, Německa a Japonska. Na straně jedné byly právě měny Německa a Japonska vůči dolaru podhodnoceny. Kroky k nápravě byly ale oběma stranami odkládány, až do té doby, kdy se začaly formovat tržní očekávání ohledně revalvace německé marky a japonského jenu. Soukromé subjekty začaly nakupovat německou marku a prodávat americký dolar, což nutilo německou *Bundesbanku* intervenovat s cílem udržet stanovenou paritu. Tlak na německou marku byl však tak silný, že poslední intervenci Bundesbanka provedla v roce 1971, od té doby nechala kurz marky volně plavat. V návaznosti na tyto události zrušil oficiálně tehdejší americký prezident Nixon směnitelnost dolaru za zlato²⁹, čímž byla zrušena přímá vazba amerického dolaru na zlato. Na základě těchto skutečností došlo k uzavření měnových trhů. Po jejich opětovném otevření přešly členské státy k pohyblivému kurzu jejich národních měn, což bylo prvně od začátku 2. světové války.

V roce 1971 došlo na základě *tzv. „Smithoniánských dohod“*³⁰ k devalvaci dolaru, cena zlata byla změněna z původních 35 USD na 38 USD za 1 unci zlata. Rovněž došlo k revalvaci měn ostatních států vůči americkému dolaru. Kurz amerického dolaru byl po této změně vůči ostatním evropským měnám zafixován, avšak již s větším flukтуаčním pásmem $\pm 2,25\%$. Avšak tlak na mezinárodních trzích stále trval a nedlouho poté došlo v roce 1973 k dalším výprodejům amerického dolaru, což vedlo k další devalvaci dolaru o 10%. Vlivem této devalvace došlo rovněž k růstu oficiální ceny zlata z 38 USD na 42 USD za unci. V roce 1973 Japonsko a členské země Evropských společenství zavedly volné měnové kurzy vůči dolaru na místo původního flukтуаčního pásma $\pm 2,25\%$. Tato skutečnost znamenala faktický konec Bretton - woodského měnového systému, jak již bylo zmíněno všechny hlavní měny zavedly volný plovoucí kurz vůči americkému dolaru, ať již samostatně např. Japonsko nebo společně jako to učinily země ES.

²⁹ Rovněž došlo k zavedení 10% cla na dovoz a došlo také k zrušení prodeje zlata za dolary.

³⁰ Pojmenování podle názvu instituce Smithsonian ve Washingtonu.

2.3.5 Příčiny pádu Bretton – woodského měnového systému

Jednou z příčin kolapsu Bretton - woodského měnového systému lze spatřit ve vnější nerovnováze USA v důsledku expanzivní hospodářské politiky, kterou USA praktikovala na konci 60. a počátku 70. let, což vedlo k přesunům značné likvidity do světové ekonomiky. USA se zejména soustředily na rovnováhu vnitřní a vnější nerovnováhu ignorovaly resp. spoléhaly, že k přizpůsobení dojde na straně jejich zahraničních partnerů. Navíc se v 70. letech USA angažovaly ve válce ve Vietnamu, což dále vedlo k rostoucím vládním výdajům, rozpočtovému deficitu a nárůstu inflace. Eliminace této nerovnováhy měla být provedena buďto automatickým vyrovnávacím mechanismem, který byl součástí režimu pevných kurzů a nebo vhodnou hospodářskou politikou zahraničních partnerů USA. Problém byl v tom, že evropské země ani Japonsko nechtěly přizpůsobovat cíle své měnové politiky jen proto, aby eliminovaly vnější nerovnováhu USA³¹. Postupem času tyto země zastávaly stále silněji názor, že země, která emituje světovou rezervní měnu, by měla mít dostatek odpovědnosti proto, aby si uhlídala svou vnější rovnováhu. Tento nesoulad hospodářských politik jednotlivých zemí, kdy ostatní země odmítly vyrovnávat vnější nerovnováhu USA, byl jedním z důvodů rozpadu Bretton – woodského měnového systému.

Dalším důvod proč došlo k rozpadu tohoto měnového uspořádání přináší tzv. „*Triffinovo dilema*“. USA plnily v rámci Bretton – woodu dvě důležité funkce. První funkcí byla konvertibilita dolaru za zlato v přesně stanoveném konverzním poměru 35 USD za unci. Druhou funkcí, kterou USA v tomto systému sehrávaly, bylo dodávání likvidity (dolaru) do mezinárodního měnového systému. Postupem času se ukázalo, že tyto dvě funkce, byly vůči sobě v rozporu. Jednalo se zejména o problém, kdy na jedné straně USA musely dodávat likviditu do měnového systému a zároveň udržovat důvěru ohledně směnitelnosti vlastní měny. Problém spočíval zejména v růstu závazku americké centrální banky vůči ostatním centrálním bankám, z důvodu růstu světového obchodu. Vlivem tohoto růstu docházelo k nárůstu poptávky po dolarech, což vedlo při konstantní nabídce zlata k poklesu množství zlata vůči dolarovým rezervám. Pokud by ostatní země ztratily důvěru v USA, co se týče konvertibility dolaru za zlato, umocnilo by to směnu dolarových aktiv v držení těchto zemí za zlato. Tato skutečnost by vedla ke snížení amerických zlatých rezerv a tudíž také ke snížení světových zlatých rezerv.

³¹ Např. Pokud by Japonsko s přebytky platební bilance provedlo zvýšení nabídky peněz, vedlo by to k nárůstu cenové hladiny, zhoršení konkurenceschopnosti japonského zboží na zahraničních trzích, následně by došlo k eliminaci obchodního přebytku Japonska a snížení deficitu USA.

Jestliže by USA odmítly dodat likviditu do systému a tím uspokojit poptávku po dolarech, mohlo by dojít k omezení světového obchodu, což by mohlo vyústit až k následné recesi³². Jiné vysvětlení na rozpad Bretton - woodského měnového systému přináší tzv. „*Greshamův zákon*“. Podle tohoto zákona, pokud se stane nabídka jedné měny nadměrná, bude docházet k poklesu její tržní ceny na soukromém trhu. Vlivem spekulací, kdy bude tato měna levně kupována na soukromém trhu a následně draze prodávána centrální bance. V důsledku toho bude docházet ke zvyšování držby měny, které je relativní nedostatek, čímž se bude dostávat mimo oběh a používána bude měna, které je relativní nadbytek, nebo-li dobrá měna bude vytlačována měnou špatnou.

Kromě výše uvedených možných vysvětlení rozpadů Bretton - woodského měnového systému ani samotné události ve vývoji světového hospodářství v 70. letech 20. století nepřály k návratu k fixním kurzům. Tento návrat nebyl umožněn zejména z důvodu pádu Bretton - woodských principů v roce 1971 a následného zrušení konvertibility dolaru za zlato ze strany USA, ale také i dvě ropné krize, které přinesly období nestabilní inflace, což neumožňovalo zemím udržet dlouhodobě stabilní měnové kurzy³³.

2.4 Počátky evropské měnové integrace

První kroky směřující k vytvoření evropské měnové unii lze spatřit již v roce 1957, kdy došlo k podpisu tzv. Římské smlouvy, na jejímž základě šest evropských zemí (Německo, Belgie, Nizozemsko, Lucembursko, Itálie, Francie) založily Evropské hospodářské společenství (EHS). Hlavním cílem tohoto integračního seskupení bylo zejména vytvoření celní unie mezi signatářskými státy a ustanovení společné zemědělské politiky. V kontrastu s těmito cíli se otázky ohledně měnové integrace a kurzového uspořádání mezi členskými zeměmi EHS omezovaly pouze na obecné formulace a výzvy v oblasti koordinace hospodářských politik.

Např. čl. 107 Smlouvy o EHS hovoří takto: „*Každý členský stát považuje svou politiku v oblasti směnných kurzů za otázku společného zájmu*“ nebo čl. 3 Smlouvy o EHS: „*přijetí postupů, které umožní koordinaci hospodářských politik členských států a odstranění nerovnováhy v jejich platebních bilancích*“.

³² Tento zákon je založen na předpokladu vzájemného zafixování směnných kurzů dvou měn a centrální banky jsou ochotny tyto měny při daném směnném kurzu kupovat a prodávat.

³³ MARKOVÁ, J. (2001): *Mezinárodní měnové instituce*. 1. vydání. Praha, Oeconomica, 2001. 250 str. ISBN 80-245-0431-6.

Příčinou proč záležitosti ohledně kurzové a měnové politiky byly takto upozaděny, byl zejména fakt, že tato oblast byla zastíněna probíhajícím úsilím o vytvoření nového měnového řádu, který později vešel ve známost jako Bretton - woodský měnový systém³⁴. Je třeba také dodat, že v počátcích se Bretton - woodský měnový systém na evropském území příliš neuplatňoval, jelikož až do roku 1958 nebyly měny evropských zemí vzájemně konvertibilní. Tato skutečnost vyplývala ze zkušenosti Velké Británie, která se rozhodla obnovit směnitelnost libry, avšak kvůli spekulativním útokům na svou měnu musela směnitelnost opět odvolat. Mezi evropskými zeměmi proto existovalo mnoho bilaterálních smluv v oblasti vzájemného obchodu, zejména co se týče jeho regulace a to proto, aby platební bilance mezi zeměmi byly vyrovnané. Pokud by docházelo k výrazným odchylkám, musely by být tyto odchylky splaceny zlatem nebo dolarem. Jak dolaru, tak i zlata bylo v poválečné Evropě nedostatek. Proto pokud se odhodlala některá země vyhlásit jednostranně směnitelnost své měny, chtěly by s ní ostatní země dosahovat obchodních přebytků. Tyto země by obdržely větší množství směnitelné měny a tím pádem i větší množství zlata nebo dolaru. Naopak země, jež vyhlásila jednostrannou směnitelnost své měny by se stále potýkala s většími restrikcemi v oblasti vývozu, neboť nejrychlejší cestou jak dosáhnout přebytků v obchodě s jinou zemí je právě omezení obchodu. Z toho plyne, že tato jednostranně vyhlášená směnitelnost se nakonec obrátí proti zemi samotné. Aby tomu byl v budoucnu zabráněno dohodly se evropské země na zřízení **Evropské platební unie**, která byla založena v roce 1950. Jejím základním posláním bylo shromažďovat pohledávky a závazky vzniklé během obchodování mezi zeměmi³⁵. Jednotlivá měsíční salda se poté vypořádávala podle předem dohodnutých pravidel³⁶. Díky projektu evropské platební unie došlo k podepsání *tzv. „Evropské měnové úmluvy“*, na jejímž základě došlo k liberalizaci transakcí na běžném účtu platební bilance, čímž došlo k obnovení směnitelnosti měn členských států EPU.

2.4.1 Evropská měnová integrace

První počátky evropské měnové integrace zemí ES lze spatřovat již v 60. letech, kdy došlo na základě zprávy komise ES vypracované R. Marjolinem, která se v té době stala

³⁴ Viz Kapitola 2.3

³⁵ Země účastníci se EPU byly členy Organizace pro evropskou hospodářskou spolupráci, založenou v roce 1948

³⁶ BRUŽEK, Antonín; SMRČKOVÁ, Gabriela; ZÁKLASNÍK, Martin . *Evropská měnová integrace a Česká republika*. 1. vydání. Praha : Velryba, 2007. 197 s. ISBN 978-80-85860-19-1.

prvním dokumentem, který se stavěl za vyšší formy integrace v otázkách měnové spolupráce mezi zeměmi ES. Následně v roce 1969 rozhodla Evropská rada na summitu v Haagu

o vybudování hospodářské a měnové unie (HMU). Vypracováním zprávy ohledně realizace HMU byla pověřena expertní skupina pod vedením lucemburského předsedy vlády P. Wernera, *tzv. „Wernerova zpráva“* byla prezentována v říjnu 1970, která byla po drobných úprav Radou Ecofin³⁷ schválena v roce 1971. Cílem bylo vytvoření HMU ve třech etapách v horizontu 10-ti let tj. funkční HMU měla být realizována do roku 1980. Plán na vybudování HMU předpokládal:

- zavedení úplné a neodvolatelné směnitelnosti měn zemí ES, při stabilitě měnových parit a měnových kurzů,
- jednotnou měnovou politiku spravovanou jednou centrální institucí,
- koordinace hospodářské a fiskální politiky,
- koordinace pohybu kapitálu mezi zeměmi ES,
- harmonizace daňových soustav,

První etapa budování HMU měla začít v roce 1971, jež byla především zaměřena na koordinaci hospodářských a měnových politik. Cílem bylo vytvořit nadnárodní instituci, která by byla zodpovědná za formulaci hospodářské strategie Společenství, a která by se zodpovídala pouze Evropskému parlamentu. Dalším plánem bylo provedení centralizace regionálních a strukturálních politik. Bohužel tento nápad se setkal s nepochopením ostatních zemí, stejně tak nepochopeno zůstalo vytvoření společné měnové instituce, která by byla zodpovědná za koordinaci měnové politiky. Místo toho bylo Radou přijato kompromisní řešení, které se zaměřovalo na pouhé zesílení spolupráce mezi centrálními bankami a posílení koordinace hospodářských politik členských zemí ES. Po první krizi Bretton - woodského měnového systému, uzavřelo v březnu v roce 1972 šest zemí ES³⁸ *tzv. „Dohodu o evropském společném kolísání měn“*³⁹. Tato šestice zemí se dohodla na zúžení vzájemných bilaterálních měnových kurzů svých měn na $\pm 1,125\%$ (had) a zároveň měnové kurzy těchto měn se měly vůči dolaru pohybovat ve stanoveném fluktuačním pásmu $\pm 2,25\%$ (tunel). Belgie a Nizozemí navíc přistoupily ke zúžení svých měnových kurzů na $\pm 0,5\%$, *tzv. „červ v rámci hada v tunelu“*. Tento systém vešel ve známost jako *tzv. „had v tunelu“* a fungoval až do vzniku Evropského fondu měnové

³⁷ Rada ve složení ministrů financí členských zemí.

³⁸ Německo, Francie, Nizozemsko, Lucembursko, Belgie, Itálie.

³⁹ Taktéž známá jako Basilejská dohoda.

spolupráce v roce 1973. Později se k tomuto systému „hada v tunelu“ také připojila Velká Británie, Irsko a Dánsko. Systém nepracoval příliš dobře, jeho existence byla poznamenána

častými devalvacemi a revalvacemi a členské země tento systém postupně opouštěly. Skončil jako seskupení měn, kterým dominovala německá marka. Zánik Bretton - woodského měnového systému v roce 1973 rovněž znamenal ukončení snah zemí ES na vytvoření společné evropské měnové unie. Členské země byly nuceny přejít na režim volně plovoucích kurzů. Ohledně hlavních příčin, které vedly k odvolání realizace evropské měnové integrace v 70. letech lze uvést zejména nedostatky v mechanismech zajišťujících koordinaci hospodářských politik a konvergenci ekonomického vývoje jednotlivých zemí, tak také nepříznivý hospodářský vývoj během celého období 70. let, zejména výskyt dvou ropných šoků v letech 1973 a 1979, které vedly k nadměrnému nárůstu inflace, což neumožňovalo dlouhodobé udržení fixních měnových kurzů.

2.4.2 Evropský měnový systém

První návrhy na vytvoření měnového systému za účelem dalšího prohlubování integračního úsilí na území Evropy se začaly objevovat již během roku 1978. Významnou roli při budování nového měnového systému sehráli vrcholní představitelé dvou klíčových zemí celé evropské integrace, Francie a Německo. Na straně Německa to byl kancléř Helmut Schmidt, za Francii to byl francouzský prezident Valéry Giscard d'Estaing. Právě na základě jejich iniciativy a souhry hospodářských a politických událostí v 70. letech dokázali prosadit své plány. Cílem bylo nahradit skomírající kurzový systém měnového hada novým ***Evropským měnovým systémem*** (EMS), který se velmi podobal Bretton - woodské architektuře pevných, ale přizpůsobitelných měnových kurzů. Evropský měnový systém byl proto koncipován jako multilaterální systém fixních, ale přizpůsobitelných kurzů. Členské země se zavázaly k zafixování svých měnových kurzů vůči ostatním měnám participující na EMS a zároveň kurzy těchto měn společně plovaly vůči třetím zemím. Hlavním cílem EMS bylo dosažení kurzové stability zemí ES, a také omezení závislosti na nestabilním dolaru, přesněji snížení jeho významu jako rezervního aktiva a podpora vzájemné měnové spolupráce. Nový měnový systém začal fungovat na počátku roku 1979. Základ systému byl tvořen třemi prvky, evropským mechanismem směnných kurzů, evropskou měnovou jednotkou a úvěrovým mechanismem.

2.4.3 Základní stavební prvky EMS

Evropský měnový systém je tvořen mechanismem směnných kurzů (ERM), indikátorem divergence, Evropskou měnovou jednotkou (ECU) a uvěřovým mechanismem.

A) Mechanismus směnných kurzů ERM

Základním cílem ERM bylo dosáhnout kurzové stability mezi členskými zeměmi evropského měnového systému. Mechanismus směnných kurzů se skládal ze dvou základních prvků, paritní mřížky a indikátoru divergence. Paritní mřížka obsahovala vzájemné střední bilaterální kurzy mezi všemi páry měn, které se tohoto systému účastnily. Kurz příslušné měny mohl vůči ostatním měnám v rámci EMS fluktuovat v oscilačním pásmu $\pm 2,25\%$. Později v roce 1990 došlo k rozšíření tohoto fluktuačního pásma na $\pm 6\%$ ⁴⁰, v roce 1993 bylo fluktuační pásmo rozšířeno na $\pm 15\%$ pro všechny země, které byly do tohoto systému zapojeny. V případě, že by došlo k odchylce kurzu mezi měnami dvou zemí, mimo stanovená pásma byly centrální banky těchto zemí povinny intervenovat. Co se týče samotných intervencí prováděné centrálními bankami na udržení stanovené parity, je potřeba rozlišovat mezi intervencemi marginálními a intramarginálními. V prvním jmenovaném případě se jedná o intervence, která centrální banka provede na hraně fluktuačního pásma. V případě intramarginální intervence provede centrální banka intervenci uvnitř pásma, jinými slovy dříve než vůbec dojde k případnému překročení stanoveného pásma. Intervence prováděla centrální banka relativně slabší měny. V krajním případě mohlo dojít ke změně měnových kurzů, které byly zachyceny v paritní mřížce. Tato změna podléhala vzájemné dohodě ministrů financí zemí účastnících se v tomto měnovém systému.

B) Indikátor divergence

Jednalo se o určitý signalizační nástroj, který upozorňoval na kritické vychýlení příslušného měnového kurzu dané měny od stanovené centrální parity. Tento ukazatel sloužil ke stanovení stupně kursové odchylky, při které již bylo nutné preventivně přistoupit k intervencím, popř. dalším opatřením vedoucí ke stabilizaci měnového kurzu. Příslušná pásma povolené divergence ležela uvnitř povoleného fluktuačního pásma⁴¹. Velkou roli v rámci stanovování povolené divergence hrálo váhové zastoupení dané měny v měnovém

⁴⁰ Pro Velkou Británii, Španělsko a Itálii.

⁴¹ Zavedenieura[online]. 2010c *Indikátor divergence* [cit. 2010-09-19] Dostupné na WWW: <http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/vyklad_slovník.html?PG=I>.

koši. Čím vyšší vahou byla daná měna v koši zastoupena, tím její povolený limit divergence byl více omezený⁴².

C) Evropská měnová jednotka

Evropská měnová jednotka (ECU) se stala nástupkyní tzv. Evropské zúčtovací jednotky (EUA)⁴³, která vznikla v roce 1975 a byla koncipována jako košová jednotka. Koš měn, kterým byla tvořena obsahoval devět měn členských států ES. ECU byla s ní zpočátku identická a posléze ji zcela nahradila. ECU byla od samého počátku tedy koncipována jako košová jednotka, kde každá měna, která byla v tomto měnovém koši zastoupena, měla určenou svou váhu, jež se odvozovala na základě ekonomické síly dané země, podílu na obchodu v ES a podílu na finanční podpoře EMS. Největší váhu v daném koši měla německá marka, a proto se tomuto systému někdy také říkalo *tzv. „standard německé marky“*. ECU se využívala zejména pro stanovení bilaterálních měnových kurzů v rámci paritní mřížky, a také se používala pro stanovení indikátoru divergence. Členské země EMS musely u Evropského měnového fondu složit 20% dolarových a zlatých rezerv, za to obdržely odpovídající množství ECU. Dalším účelem ECU bylo to, aby byla ostatními centrálními bankami používána jako intervenční měna, namísto amerického dolaru. Tohoto záměru bohužel nebylo dosaženo, k intervencím používaly země nejčastěji buď to své národní měny a nebo právě dolary.

Dále se Evropská měnová jednotka rozlišovala na oficiální ECU a neoficiální. O tzv. oficiální ECU se hovořilo v případě, pokud byla využívána centrálními bankami jako intervenční měna. U tzv. neoficiální ECU se jednalo v případě použití ECU v rámci soukromých trhů. Tato měna byla u subjektů soukromého trhu poměrně oblíbená. Ačkoli se nejednalo o klasické oběživo a existovala pouze ve své bezhotovostní podobě, používala se pro účely vedení vkladů, úvěrů, emisi mezinárodních obligací apod. Jedním z důvodů proč byla ECU u soukromých trhů tak oblíbená, byla její relativně nízká kurzová volatilita⁴⁴.

D) Úvěrový mechanismus

Členské země EMS mohly v případě potřeby využít různých typů úvěrů. Tyto úvěry byly poskytovány Evropským fondem měnové spolupráce, později tato funkce přešla

⁴² Např. velkou váhu v měnovém koši měla německá marka, jejíž váha na daném koši byla třetinová. Indikátor divergence (odchylka) v případě německé marky činil(a) pouhých 1,13% od centrální parity.

⁴³ Byla vytvořena na základě podobné metody jako tzv. Zvláštní práva čerpání (SDR) v roce 1974.

⁴⁴ Nižší volatilita byla zajištěna košovým uspořádáním ECU, kde se jednotlivé měny pohybují vůči sobě navzájem.

na Evropský měnový institut, který byl založen k 1.1. 1994, poté tato funkce přešla po vzniku Evropské měnové unie do kompetencí Evropské centrální banky 1.1. 1999. Členské země EMS tyto úvěry využívaly v případě obrany kurzových parit, popř. k odstranění problému platební bilance. Existovaly celkem tři typy úvěrů:

- **velmi krátkodobé financování** – tento typ úvěru byl využíván zejména za účelem intervencí v určité měně. Centrální banky si jej navzájem půjčovaly. Byl poskytován především zemím, které neměly dostatečné devizové rezervy k provádění intervencí na devizových trzích. Doba splatnosti u tohoto typu úvěru činila 60 dnů⁴⁵,
- **krátkodobá měnová pomoc** – tato pomoc byla zejména směřována na problémy spojené s platební bilancí dané země. Každá centrální banka měla stanovené kvóty, kolik si smí vypůjčit nebo kolik je povinna zapůjčit. Doba splatnosti byla 3 měsíce⁴⁶,
- **střednědobá finanční pomoc** – tato pomoc byla určena na pomoc zemím, které se potýkaly s vážnějšími problémy s platební bilancí. Tento typ úvěru byl rovněž spojen s přijetím příslušných hospodářsko – politických opatření vedoucí k nápravě platební bilance. Doba splatnosti byla 2 – 5 let.⁴⁷

2.4.4 Fungování Evropského měnového systému

V počátcích fungování docházelo v rámci EMS k častému přestavování centrálních parit. Toto časté přestavování centrálních parit reflektovalo tehdejší rozdílný vývoj ekonomik členských zemí, které navíc byly stíženy druhou ropnou krizí (1979). Dlouhodobé fixování měnových kurzů za těchto okolností nepřicházelo v úvahu. Naopak 80. léta se vyznačovala postupnou koordinací a konvergencí hospodářských politik mezi členskými zeměmi ES, snižování inflace a odbourávání překážek pohybu kapitálu mezi členskými zeměmi. V letech 1987 až 1992 došlo k rozšíření systému ERM o další měny, a také došlo k odstranění posledních překážek v oblasti volného pohybu kapitálu přijetím *tzv. „Jednotného evropského aktu“*. Toto období bylo hodnoceno jako úspěšné.

⁴⁵ Úvěr byl poskytován na základě tržní úrokových sazeb.

⁴⁶ BRŮŽEK, Antonín; SMRČKOVÁ, Gabriela; ZÁKLASNÍK, Martin . *Evropská měnová integrace a Česká republika*. 1. vydání. Praha : Velryba, 2007. 197 s. ISBN 978-80-85860-19-1.

⁴⁷ Úvěr byl sjednán na základě dohody mezi státy ne na základě dohody mezi centrálními bankami.

2.4.5 Krize Evropského měnového systému

Dlouhodobé období kurzové stability bylo ukončeno měnovými turbulencemi v letech 1992 - 1993, kdy měny několika států byly nuceny devalvovat a tento systém opustit. Spekulativní útoky spojené s těmito turbulencemi souvisely s určitým nesouladem v oblasti nastavení vhodných úrokových sazeb v rámci EMS. Velkou roli v rámci EMS hrála německá marka, která v podstatě tvořila měnovou kotvu celého systému. Ostatní členské země, zejména ty které se dlouhodobě potýkaly s vyšší inflací, využily kurzového závěsu vůči německé marce jako nástroj pro provádění dezinflační politiky. Na počátku 90. let 20. století byla Evropa zasažena recesí, a také došlo v tomto období, po pádu železné opony ke sjednocení Německa. Tím vznikl konflikt mezi Německem na jedné straně a Velkou Británií a Francií na straně druhé. Německo se po svém sjednocení potýkalo s nárůstem vládních výdajů a vyšší inflací. Cílem Bundesbanky byl boj proti inflaci, proto naordinovala centrální banka Německa restriktivní měnovou politiku. Naproti tomu Velká Británie a Francie potřebovaly na oživení ekonomického růstu poněkud expanzivnější měnovou politiku. Proto byl na Bundesbanku vyvíjen nátlak ze strany Velké Británie a Francie, aby snížila úrokové sazby. Bundesbanka ale nemínila jejich tlaku ustoupit. Francie a Británie se rozhodly uvolnit vazbu svých měn na německou marku, aby mohly uvolnit svou měnovou politiku. Tohoto počínání si zároveň všimli spekulanti, došlo ke spekulativním útokům na britskou libru a francouzský frank. Britská libra prudce depreciovala a centrální banka Velké Británie nic nebránilo provést expanzivní měnovou politiku. O rok později se objevily nové spekulativní útoky, které se týkaly několika měn⁴⁸. Na základě rozhodnutí ministrů financí ES, došlo k rozšíření fluktuačních pásem ERM na $\pm 15\%$ ⁴⁹.

2.5 Budování hospodářské a měnové unie

První pokus o vytvoření měnové unie v Evropě proběhl již na přelomu 60. a 70. let (viz kapitola 1.3.1). Tento záměr se nakonec neuskutečnil a projekt byl definitivně opuštěn v roce 1974. Důvody toho nezdaru lze spatřovat v tehdejším rozpadu Bretton - woodského měnového systému, což vedlo k rozsáhlému uvolnění měnových kurzů. Dalším důvodem, byly také dva ropné šoky v 70. letech a celkový nepříznivý makroekonomický vývoj v zemích ES. Navíc některé země jako Francie vnímaly měnovou unii jako přílišný zásah do národní

⁴⁸ Spekulativní útok se týkal měn zemí Francie, Belgie, Španělska, Dánska

⁴⁹ Zavedení eura [online]. 2010d *Turbulentní období 1992-1993* [cit. 2010-09-18]. Dostupné na WWW: <<http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/666.html>>.

suverenity. Významným krokem k opětovnému budování měnové unie se stalo zřízení Evropského měnového systému v roce 1979. Na zasedání Evropské rady v Madridu v červnu 1988 bylo přijato rozhodnutí o vybudování měnové unie na území Evropských společenství. Vypracováním konkrétního návrhu vedoucí k vybudování měnové unie byl pověřen tehdejší předseda evropské komise J. Delors. V dubnu 1989 byla prezentována *tzv. „Delorova zpráva“*. Na základě této zprávy měla být měnová unie vybudována v několika etapách, při kterých dojde k přeměně EMS v HMU, jež bude spravována jedinou centrální bankou emitující společnou měnu. V roce 1991 proběhlo mezivládní setkání členských zemí ES, jejímž úkolem bylo stanovit časový harmonogram pro vybudování hospodářské a měnové unie (HMU). Toto mezivládní setkání vyústilo ve vznik *tzv. Smlouvy o evropské unii*, která byla podepsána v roce 1992 a obsahovala tři fáze, které vedly k vybudování HMU. První fáze budování HMU byla naplánována do roku 1993, kdy mělo dojít k posílení EMS, zahrnutí všech měn zemí ES do systému a ratifikace Smlouvy o evropské unii všemi státy. Druhá fáze měla započít k 1.1. 1994 a mělo dojít k vytvoření *Evropského měnového institutu* (EMI), který byl nástupcem Evropského fondu měnové spolupráce, a také měl nahradit *Komisi guvernéru centrálních bank*. V květnu 1998 došlo k zafixování měnových kurzů potenciálních členských zemí. Poslední, třetí fáze začala k 1.1. 1999, kdy došlo k založení *Evropské centrální banky (ECB)* a *Evropského systému centrálních bank (ESCB)* a zároveň došlo k trvalému zafixování měnových kurzů. K 1.1. 1999 započalo nahrazení evropské měnové jednotky ECU novou společnou měnou euro⁵⁰. Zároveň došlo ke vzniku HMU, což vedlo také zároveň k zániku původního EMS. Dřívější mechanismus směnných kurzů ERM byl nahrazen novým mechanismem ERM II.

⁵⁰ Zavedení společné měny euro probíhalo ve třech fázích od roku 1998, až do jejího fyzického zavedení k 1.7. 2002.

2.6 Shrnutí

V období do 1. světové války převládal ve světě zlatý standard. V meziválečném období se některé státy přihlásily k režimu plovoucího kurzu, jiné udržovaly i nadále kurzové uspořádání ve formě zlatého standardu. Toto období však bylo spojeno s velkými kurzovými fluktuacemi a nestabilitou. Vypuknutím 2. světové války došlo k rozbití existujících kurzových vztahů mezi jednotlivými zeměmi a zavedení měnových kontrol. Po 2. světové válce až do roku 1973 vládnul světu bretton-woodský měnový systém.

Počátky evropské měnové integrace lze spatřit již v roce 1972, kdy byla podepsána Dohoda o evropském společném kolísání měn. Tento systém byl založen na principu fixního měnového kurzu se stanovenými pásmy oscilace. Bohužel tento systém fungoval jen několik let. V roce 1979 došlo ke vzniku Evropského měnového systému. V rámci tohoto systému vzniká také mechanismus směnných kurzů ERM a společná měnová jednotka ECU. Opět se jedná o systém fixních kurzů se stanovenými pásmy oscilace.

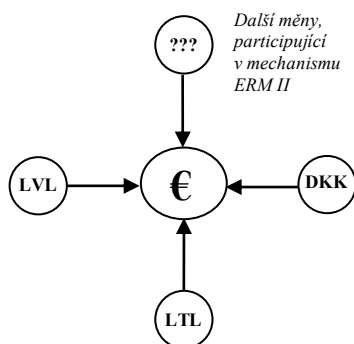
V roce 1999 vzniká Hospodářská a měnová unie, původní mechanismus směnných kurzů ERM byl nahrazen novým kurzovým mechanismem ERM II a společná měnová jednotka ECU se transformuje v euro, jež se zároveň stává novou evropskou měnou.

Mechanismu ERM II a principům jeho fungování bude dále věnována celá druhá kapitola diplomové práce.

3 Mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium

V současné době (2011) zahrnuje skupina zemí eurozóny 17 států z celkového počtu 27 členských států EU, které využívají na svém území jako své zákonné platidlo společnou evropskou měnu euro a účastní se poslední fáze hospodářské a měnové unie (HMU). Tato skutečnost vede k úvaze, jakým způsobem jsou upraveny vzájemné kurzové vztahy mezi těmito skupinami zemí, a také jak se může země, která v současné době stojí vně eurozóny a neúčastní se poslední fáze HMU, stát součástí tohoto uskupení využívající jednotnou společnou měnu. V souvislosti se vznikem HMU (1999) dochází zároveň k zániku původního Evropského měnového systému (1979), s ním také zaniká původní evropský mechanismus směnných kurzů (ERM). Na základě rezoluce Rady ECOFIN došlo v roce 1997 k ustavení nového evropského systému směnných kurzů ERM II. Tento nový mechanismus je relevantní pro členské státy, které dosud nepřijaly jednotnou společnou měnu euro. Účast v mechanismu ERM II je tudíž dobrovolná a členský stát se může sám rozhodnout, zda vstoupí do tohoto mechanismu či nikoli. Ačkoli tento princip dobrovolnosti byl přijat i přes určitý nesouhlas francouzské vlády na nátlak Velké Británie, je de facto shodný s principem, který platil v případě původního mechanismu ERM v době existence Evropského měnového systému. Hlavní rozdíl mezi současným mechanismem ERM II a jeho předchůdcem spočívá především v neexistenci *tzv. „paritní mřížky“*. Ústřední roli v novém mechanismu ERM II hraje společná měna euro, na kterou jsou jednotlivé národní měny, jež se účastní tohoto mechanismu fixovány. Z výše uvedeného tedy plyne, že mechanismus směnných kurzů ERM II je koncipován jako *tzv. „bilaterální kurzový systém“*⁵¹.

Obrázek 3.1: Fixace jednotlivých měn v systému ERM II na společnou měnu euro



Význam zkratk: **DKK** = dánská koruna, **LVL** = lotyšský lat, **LTL** = litevský litas
Zdroj: vlastní tvorba

⁵¹ DE GRAUWE, Paul. *Economics of monetary union*. 7th edition. Oxford : Oxford University Press, 2007. 281 s. ISBN 978-01-9929-780-1.

3.1 Kurzový mechanismus ERM II a pravidla jeho fungování

Mechanismus směnných kurzů ERM II se vztahuje na země, které jsou sice členy hospodářské a měnové unie⁵², avšak dosud nepřijaly jednotnou evropskou měnu euro a nejsou tudíž členy *tzv. „eurozóny“*. Avšak i státy, jež nepřijaly euro, ať už z důvodů neplnění *tzv. „konvergenčních kritérií“*, popř. se na ně vztahuje dočasná výjimka společnou měnu přijmout, musí respektovat oblast kurzové politiky v duchu článku č. 124 Smlouvy o fungování EU⁵³, kde se doslova uvádí:

„...do zahájení třetí etapy pokládá každý členský stát svou kurzovou politiku za věc společného zájmu...“

Tento závazek v oblasti kurzové politiky vyplývá z potřeby udržet stabilní hospodářské prostředí členských států EU, které nesmí být narušeno nadměrnými měnovými fluktuacemi, které do značné míry negativně ovlivňují obchodní toky mezi členskými státy a narušují fungování jednotného vnitřního trhu. ERM II svou činností pomáhá státům, jež stojí mimo eurozónu dosáhnout kurzové stability, která hraje významnou roli v oblasti ekonomické konvergence mezi jednotlivými členy EU⁵⁴. Pokud se země chtějí zapojit do systému směnných kurzů ERM II, je jejich účast podmíněna plněním *tzv. „kurzového konvergenčního kritéria“*⁵⁵. Plnění tohoto kritéria vyplývá z článku č. 121 Smlouvy o fungování EU, kde se výslovně uvádí:

„...dodržování normálního fluktuačního rozpětí stanoveného mechanismem směnných kurzů Evropského měnového systému po dobu alespoň dvou let, aniž by došlo k devalvací vůči měně jiného členského státu.“

Země, která vstoupí do mechanismu ERM II, musí zafixovat svou měnu vůči euru a udržovat měnový kurz v předem vymezeném pásmu, jehož rozsah činí $\pm 15\%$. Oproti původnímu fluktuačnímu pásmu uplatňovaného v původním mechanismu ERM je pásmo v novém mechanismu ERM II relativně široké. V minulosti se objevovaly určité názory, že by země, které se budou účastnit nového mechanismu ERM II, uplatňovaly užší

⁵² Zejména v anglické literatuře je pod pojmem hospodářská a měnová unie chápána oblast, ve které byla zavedena jednotná společná měna euro. Legislativa EU chápe pojem HMU z širšího hlediska, zahrnuje zde také koordinaci hospodářských politik členských států EU.

⁵³ Vlivem přijetí Lisabonské smlouvy byla Smlouva o ES přejmenována na Smlouvu o fungování EU.

⁵⁴ Země, která zafixuje svou měnu vůči euru a dokáže tuto fixaci dlouhodobě udržet, zvyšuje důvěryhodnost své hospodářské politiky, která zpětně posiluje kurzovou stabilitu a stimuluje ekonomický růst.

⁵⁵ Maastrichtská kritéria, známější jako konvergenční kritéria, jsou podmínky, jež musí členský stát EU plnit, aby mohl vstoupit do třetí fáze HMU a přijmout společnou měnu euro. Kritéria se týkají oblasti cenové stability, stability měnového kurzu, dlouhodobých úrokových sazeb a veřejných financí.

flukтуаční pásma v rozmezí $\pm 2,25\%$. Každopádně tento požadavek nebyl v praxi nikdy vyžadován. Co se týče vymezeného flukтуаčního pásma $\pm 15\%$, je zde uplatňována určitá míra asymetrie, v tom smyslu, že obecně je Evropskou komisí tolerováno překročení apreciačního pásma $+15\%$ (revalvace měny vůči euru). V případě, že dojde k porušení depreciačního pásma $-2,25\%$ (devalvace měny vůči společné měně), zahajuje Komise řízení s členským státem. Komise je vyrozuměna s příčinami, kvůli kterým došlo k překročení této hranice a stát musí přijmout odpovídající opatření, jež povedou k nápravě a měnový kurz dané země bude opět směřovat do vymezeného pásma ($-2,25$ až $+15\%$). Pokud dojde k překročení hranice -15% , jedná se o porušení kritéria kurzové stability⁵⁶. V tomto případě dochází ke změně centrální parity a země musí znovu minimálně dva roky setrvat v kurzovém mechanismu ERM II⁵⁷.

3.1.1 Mechanismus intervencí v rámci kurzového systému ERM II

Jak již bylo výše řečeno, země která se zapojí do mechanismu ERM II, musí stanovit centrální paritu své měny vůči euru v předem dohodnutém flukтуаčním pásmu. Formální stanovení centrální parity (podrobněji k možnostem nastavení centrální parity viz kapitola 3.2) je dáno vzájemnou dohodou, která je uzavřena mezi zástupci ECB, Evropské komise, ministry financí zemí eurozóny, guvernéry a ministry financí zemí, jež jsou zapojeny do mechanismu ERM II. Stanovená centrální parita nesmí být minimálně během dvou let měněna, výjimku tvoří revalvace (zhodnocení kurzu měny vůči euru). V případě, že by se centrální parita ocitla pod tlakem a hrozilo nebezpečí, že by se mohla dostat mimo povolené hranice flukтуаčních pásem, může se centrální banka uchýlit, za účelem obrany své centrální parity ke kurzovým intervencím.

Intervenční měnou může být společná měna euro nebo zúčastněné měny států nacházející se v systému ERM II. V rámci intervenčního mechanismu lze rozlišit dva typy intervencí: a) *intervence na hranicích flukтуаčního pásma* (tzv. „marginal interventions“), b) *intervence uvnitř flukтуаčního pásma* (tzv. „intra-marginal intervention“).

K intervencím na hranicích flukтуаčního pásma se centrální autority uchylují v situaci, kdy hrozí vážné riziko, že stanovená centrální parita opustí vymezené hranice flukтуаčního pásma. V případě, že by byl samotnými intervencemi ohrožen primární cíl cenové stability,

⁵⁶ BACKÉ, Peter; THIMANN, Christian. *The acceding strategies towards ERM II and the adoption of the euro* [online]. Frankfurt nad Mohanem : ECB, 2004 [cit. 2011-03-06]. An analytical review, s. Dostupné na WWW: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp10.pdf>>.

⁵⁷ Grafické znázornění plnění kurzového konvergenčního kritéria viz. příloha č.1

bylo by ze strany ECB a zúčastněných centrálních bank od těchto intervencí upuštěno. Rozhodnutí o pozastavení kurzových intervencí je vydáno s patřičným předstihem. Způsob distribuce intervenčních prostředků mezi centrálními autoritami u tohoto typu intervence se nazývá *tzv. „platba po připsání“*. Jedná se o postup, kdy dotčená národní centrální banka nebo ECB uvolní svou platbu pro účely dané transakce až ve chvíli, co obdrží od svého korespondenta⁵⁸ potvrzení, že příslušná částka byla připsána na její účet. Protistrany musí zaplatit včas, aby mohly příslušné národní centrální banky a ECB dostát svým závazkům. Protistrany musí zaplatit před uplynutím předem určené lhůty⁵⁹. Tyto intervence můžou protistrany také provádět přímo s Evropskou centrální bankou, pokud jsou způsobilé provádět devizového operace přímo s ECB⁶⁰.

Co se týče intervencí uvnitř flukтуаčního pásma, zde mohou zúčastněné centrální banky korigovat nastavení své centrální parity prostřednictvím jednostranných kurzových intervencí, popř. může dojít k dohodě mezi ECB a příslušnými centrálními bankami s cílem provádět koordinované intervence uvnitř flukтуаčního pásma.

Ve většině případů dochází k tomu, že příslušné národní centrální banky, ať již samy nebo v úzké spolupráci s Evropskou centrální bankou provádějí intervence dříve než hrozí reálné riziko, že by mohlo dojít k překročení vymezeného flukтуаčního pásma. Častější je tedy aplikace *tzv. „intra-marginálních intervencí“*. Oba způsoby intervencí jsou financovány prostřednictvím velmi krátkodobých finančních facilit, jejich splatnost není delší než 3 měsíce. Tyto velmi krátkodobé finanční facility mají podobu promptních prodejů a nákupů měn mezi ECB a zúčastněnými národními centrálními bankami. Také je potřeba zdůraznit, že tyto intervence jsou pouhým doplňkem k vhodné fiskální a měnové politice, z tohoto důvodu jsou ze strany ECB pro výpůjčky stanovené horní meze pro každou zúčastněnou centrální banku⁶¹.

3.1.2 Slučitelnost měnových režimů s kurzovým mechanismem ERM II

V první kapitole byly uvedeny hlavní kategorie kurzových režimů, jež jsou uplatňovány centrálními bankami, a které mají své charakteristické vlastnosti a různý vliv na hospodářskou politiku dané země. Tabulka č. 3.1 zobrazuje přehled zemí, které dosud nevstoupily do třetí fáze HMU a nepřijaly společnou evropskou měnu euro.

⁵⁸ Korespondenty jsou myšleny jednotlivé centrální banky mimo eurozónu, které se účastní kurzového systému ERM II.

⁵⁹ Platba musí být provedena nejpozději ve 13 hod. středoevropského času v den připsání.

⁶⁰ Blíže viz. Obecné zásady ECB/2000/1 o správě devizových rezerv ECB národními centrálními bankami a o právních podkladech pro operace s devizovými rezervami, dostupné na (http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/1_19220080719cs00630083.pdf).

⁶¹ Alokace výpůjček pro jednotlivé národní centrální banky viz. příloha č.2

Tabulka č. 3.1: Přehled zemí disponující svou národní měnou

Země	Měna	Režim	ERM II	Měnově-politický režim
Bulharsko	leva	Fixní kurz	-	Měnový výbor
Česká republika	koruna	Volně plovoucí kurz (1997)	-	Cílování inflace
Dánsko	koruna	Fixní kurz	$\pm 2,25$ 100 euro = 746.038Kr	Cílování peněžní zásoby
Litva	litas	Fixní kurz	0% 1EUR = 3.907 (2004)	Měnový výbor
Lotyšsko	lat	Fixní kurz	$\pm 15\%$ 1EUR = 0.702 LVL (2005)	Měnový výbor
Maďarsko	forint	Volně plovoucí kurz (2008)	-	Cílování inflace
Polsko	zloty	Volně plovoucí kurz	-	Cílování inflace
Rumunsko	leu	Řízený plovoucí kurz	-	Cílování inflace
Švédsko	koruna	Volně plovoucí kurz	-	Cílování inflace
Velká Británie	libra	Volně plovoucí kurz	-	Cílování inflace

Zdroj: webové stránky jednotlivých centrálních bank, vl. tvorba

Země uvedené ve výše uvedené tabulce, lze rozdělit do tři skupin. První skupina zemí je tvořena státy, které se účastní kurzového systému ERM II a hodlají v blízké budoucnosti přijmout společnou měnu euro (Lotyšsko, Litva), výjimku tvoří Dánsko, které má výjimku *tzv. „opt-out“* z přijetí společné měny⁶². V souvislosti s Dánskem je potřeba zmínit jeden důležitý poznatek a to ten, že plnění *tzv. „kurzového konvergenčního kritéria“* nelze zaměňovat s účastí v kurzovém mechanismu ERM II. Tím je myšlena skutečnost, že příslušná země se může účastnit mechanismu ERM II, avšak nemusí zároveň plnit kurzové konvergenční kritérium, ani nemusí být jejím cílem přijetí společné měny euro. Příslušný stát se mechanismu ERM II účastní z důvodů získání kurzové stability, což je právě příklad Dánska, které je sice členem ERM II od jeho založení, avšak nemá v plánu v dohledné době přijmout euro. Kromě toho, že se tyto země účastní mechanismu ERM II, lze si také všimnout, že všechny tři země uplatňují režim fixních měnových kurzů.

Pokud se země chce účastnit kurzového mechanismu, musí používat fixní měnový kurz. Tento požadavek souvisí s potřebou stanovit centrální paritu příslušné národní měny vůči euru a tuto paritu udržet nejméně po dobu dvou let, aniž by došlo k devalvaci měny (reálnému

⁶² Přijetí společné měny v Dánsku je podmíněno konáním referenda, poslední referendum proběhlo v roce 2000, kdy se proti přijetí společné měny vyjádřilo 53,1% obyvatel.

znehodnocení vůči euru). Tento požadavek může splnit pouze režim fixního měnového kurzu nebo *tzv. „režim měnového výboru“* (viz podkapitola 2.2.3). Měnový výbor se zavěšením na společnou měnu euro, lze použít jako jednostranný závazek v rámci systému ERM II, kdy se daná země zaváže k neodvolatelnému zafixování národní měny vůči euru. Takto stanovený kurz, lze posléze použít jako centrální paritu dané měny v rámci ERM II. Zavěšení na jinou měnu než euro v rámci ERM II není přípustné. Ostatní kurzové režimy jakými je např. floating, řízený floating, crawling peg, nejsou se systémem směnných kurzů ERM II slučitelné, právě z důvodu potřeby nastavení centrální parity vůči euru⁶³.

Druhá skupina je tvořena zeměmi, jež v současné době nemají stanovený termín přijetí eura, ani jej v nejbližší době nestanoví. Jedná se o Českou republiku, Polsko, Maďarsko⁶⁴, Bulharsko, Švédsko⁶⁵, Rumunsko⁶⁶. Kromě Bulharska (jež uplatňuje fixní měnový kurz prostřednictvím režimu měnového výboru), zbylé státy v současné době používají volně plovoucí měnové kurzy popř. řízený floating vůči společné měně euro, jež je v tomto případě měnou referenční. Všechny uvedené země mají dočasnou výjimku z přijetí jednotné společné měny, dokud nesplní všechna konvergenční kritéria.

Třetí skupina zemí je tvořena Dánskem a Velkou Británií. Obě země mají vyjednaný *tzv. „opt-out“* a nemusí se účastnit poslední fáze HMU a přijmout společnou měnu euro. Zmíněné země si tyto podmínky vyjednaly v rámci Maastrichtské smlouvy. Na rozdíl od Dánska, Velká Británie neuvažuje vstoupit do systému ERM II.

V současné době se aktuálním tématem stává pojem *tzv. „euroizace“*⁶⁷. Jedná se o státy, které jako svou domácí měnu používají společnou měnu euro, aniž by byly součástí EU potažmo eurozóny. Většinou se jedná o malé země, pro které není efektivní udržovat v oběhu svou vlastní národní měnu, popř. se k tomuto kroku mohou rozhodnout země hospodářsky slabé, jejichž měna se netěší velké důvěryhodností a je vytlačována z domácího trhu měnou cizí (zahraniční)⁶⁸.

Když odhlédneme od základní premisy, že tyto země nejsou členy Evropské unie, což je v tomto případě zcela zásadní (zde bychom mohli jakoukoli další diskuzi ukončit,

⁶³ Okamžitě stanovená centrální parita vůči euru, by nebyla trhem prověřena a tudíž pravděpodobně dlouhodobě udržitelná, proto je zde požadavek fixace národní měny na euro a udržení tohoto fixního kurzu minimálně po dobu dvou let.

⁶⁴ Maďarsko dlouhou dobu používalo fixní měnový kurz s oscilačním pásmem vůči euru, od roku 2008 přešlo na floating.

⁶⁵ Země, která se úspěšně vyhýbá přijetí společné měny euro. Přijetí eura bylo ve švédském referendu v roce 2003 odmítnuto (55,9% proti).

⁶⁶ Rumunsko stanovilo termín přijetí eura na rok 2014.

⁶⁷ Z anglického termínu „euroisation“.

⁶⁸ V současné době se jedná o Černou Horu a Kosovo.

jelikož jakékoli následující úvahy by prakticky postrádaly smysl), lze na tomto příkladě dobře demonstrovat rozdíl mezi „členstvím v eurozóně“ a „jednostrannou euroizací“. Zatímco země, které jsou členy eurozóny se aktivně podílejí na tvorbě společné měnové politiky v rámci eurozóny (prostřednictvím orgánů ECB), euroizované ekonomiky pouze pasivně přijímají měnovou politiku eurozóny, bez možnosti se na ni jakkoli podílet (např. rozhodnutí ECB na probíhající inflaci, kurzový vývoj v eurozóně apod.). Pokud by se některý z členů Evropské unie rozhodl jednostranně zavést euro, bylo by takové jednání v přímém rozporu se základními principy HMU, které vyžadují účast členského státu v kurzovém mechanismu ERM II a splnění konvergenčních kritérií vyplývajících z Maastrichtské smlouvy.

3.2 Varianty nastavení centrální parity v rámci ERM II⁶⁹

Země, která vstoupí do mechanismu směnných kurzů ERM II, musí vyřešit klíčovou otázku, která se týká nastavení centrální parity její národní měny vůči společné měně euro. O této záležitosti, již byla v rámci předchozího textu zmínka. V této podkapitole budou podrobněji představena možná nastavení centrální parity, která mohou jednotlivé centrální banky v rámci ERM II zvolit, včetně konkrétních zkušeností zemí, dnes již bývalých členů ERM II.

V případě, že příslušná země vstoupí do kurzového mechanismu ERM II, má v podstatě tři způsoby, jak může determinovat svou centrální paritu vůči euru.

Možnosti jsou následující:

1. Centrální parita stanovena na úrovni aktuálního tržního kurzu
2. Centrální parita stanovena na úrovni nižší než aktuální tržní kurz
3. Centrální parita stanovena na úrovni vyšší než je aktuální tržní kurz

3.2.1 Centrální parita stanovena na úrovni aktuálního tržního kurzu

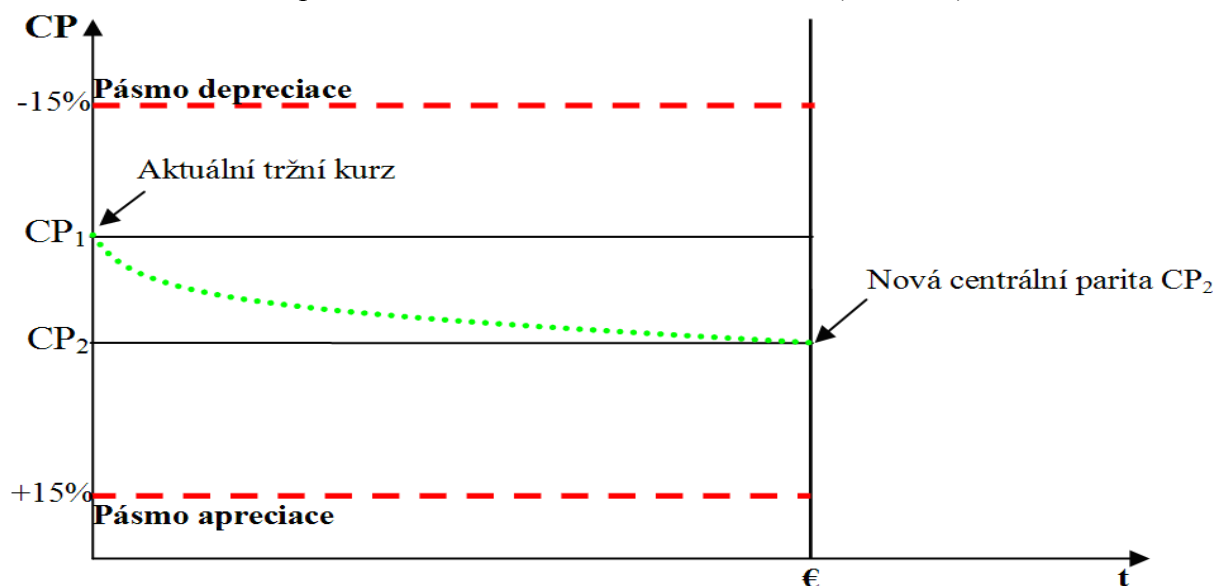
První možností, jak může centrální banka stanovit centrální paritu (CP) své měny vůči euru je stanovení úrovně CP na úrovni aktuálního tržního kurzu. V této situaci centrální banka spoléhá na to, že ekonomické subjekty vyhodnotí tržní kurz dané měny jako podhodnocený a budou očekávat v budoucnu jeho apreciaci (tržní zhodnocení)⁷⁰. Tato situace je příznačná pro země, které se vyznačují nižší úrovní ekonomického růstu a snaží

⁶⁹ Většina poznatků k této podkapitole byla čerpána z LACINA, Lubor, et al. *Euro: ano/ne?*. 1. Praha : Alfa, 2010. 319 s. ISBN 978-80-87197-26-4.

se dosáhnout ekonomické úrovně vyspělých zemí (např. staré a nové členské státy EU). Tyto ekonomiky s nižší ekonomickou úrovní dosahují vlivem konvergence vyššího hospodářského růstu, ale také vyšší inflace. Vysoká tempa růstu HDP a vyšší inflace vedou za jinak neměnných podmínek k apreciaci reálného měnového kurzu.

Co se týče vývoje tržního kurzu vůči centrální paritě, může dojít v podstatě ke dvěma možným situacím. Graf č. 3.1 zobrazuje situaci, kdy bude docházet k apreciaci měnového kurzu po celou dobu členství země v ERM II. Příslušná země, se může následně rozhodnout, zda přistoupí k revalvaci ještě během svého členství v ERM II nebo tuto případnou revalvacii odloží a uplatní ji, až v době stanovení přepočítávacího koeficientu a jejího definitivního vstupu do eurozóny⁷¹.

Graf č. 3.1: Centrální parita na úrovni aktuálního tržního kurzu (situace 1)



Zdroj: LACINA, 2011, vlastní úprava

Níže uvedený graf č. 3.2 znázorňuje situaci, v níž disponuje centrální banka jistou dávkou kredibility, díky ní může přesvědčit trhy, že je schopna a ochotna danou centrální paritu udržet, ať už kurzovými intervencemi nebo vhodnou úrokovou politikou. Po počátečním zhodnocení tržního kurzu bude docházet k jeho zpětné depreciaci a tržní kurz se bude svou úrovní blížit k počáteční stanovené centrální paritě. Centrální banka v tomto případě nemusí měnit centrální paritu, ani měnit přepočítávací koeficient.

⁷⁰ O tržním zhodnocení/znehodnocení neboli apreciaci/depreciaci měnového kurzu hovoříme v případě režimu volných měnových kurzů. V rámci režimu fixních měnových kurzů se jedná o devalvacii popř. revalvacii měnového kurzu.

⁷¹ LACINA, Lubor, et al. *Euro: ano/ne?*. 1. Praha : Alfa, 2010. 319 s. ISBN 978-80-87197-26-4.

Graf č. 3.2: Centrální parita na úrovni aktuálního tržního kurzu (situace 2)

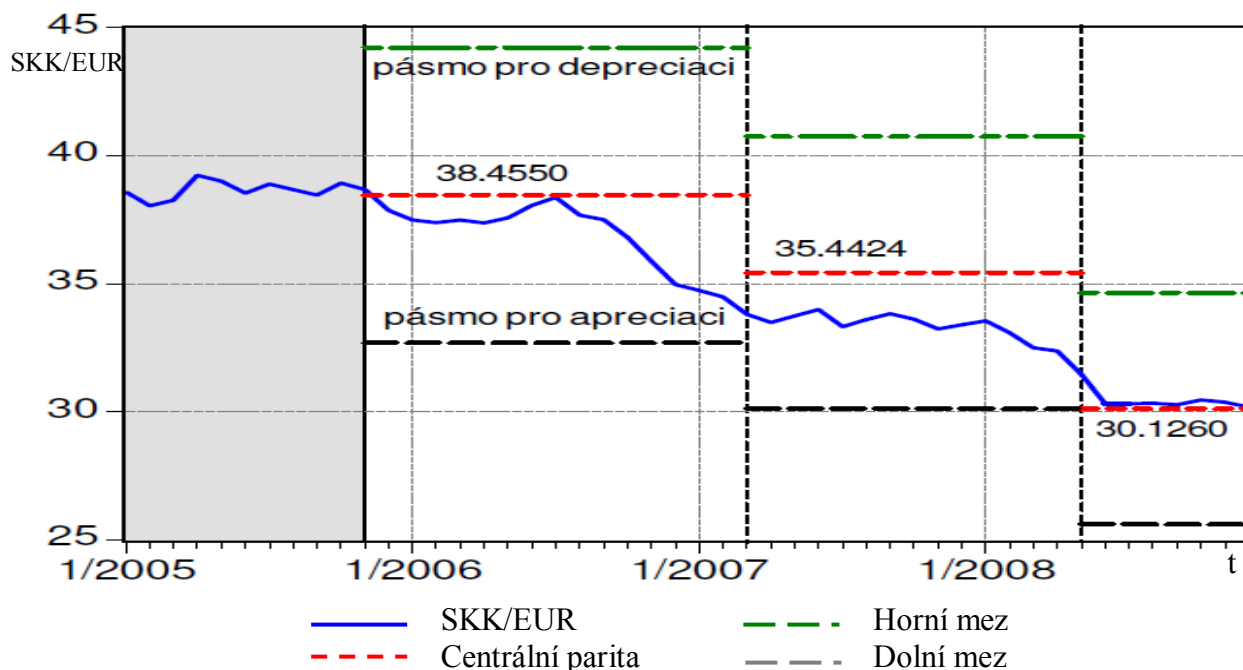


Zdroj: LACINA, 2011, vlastní úprava

Konkrétní zkušenost se stanovením centrální parity na úrovni aktuálního tržního kurzu učinilo Slovensko, které vstoupilo do mechanismu směnných kurzů ERM II 28. listopadu 2005. Centrální parita slovenské koruny vůči euru byla stanovena na úrovni tržního kurzu, jež činil 38,4550 EUR/SKK⁷², přičemž flukтуаční pásmo bylo v rozsahu $\pm 15\%$ okolo centrální parity. Směnný kurz se mohl pohybovat v rozmezí od 44,2233 SKK/EUR do 32,6868 SKK/EUR.

⁷²Národná banka Slovenska [online]. 2009 [cit. 2011-03-06]. *Zavedenie eura*. Dostupné na WWW: <<http://www.nbs.sk/sk/euro/zavedenie-eura>>.

Graf č. 3.3: Vývoj měnového kurzu SKK/EUR v rámci ERM II v letech 2005 - 2008



Zdroj: LACINA, 2011

Výše uvedený graf č. 3.3 pojednává o vývoji měnového kurzu slovenské koruny v rámci ERM II. Během let 2005 – 2008 provedla Slovenská republika celkem dvě revalvace centrální parity své měny vůči euru. Pozitivní vliv na měnový kurz slovenské koruny měly především významné strukturální změny slovenské ekonomiky doprovázený přílivem přímých zahraničních investic, což vedlo k urychlování hospodářského růstu Slovenska, který zpětně pozitivně působil na reálný měnový kurz slovenské koruny. Vlivem nízké inflace se tento růst promítnul také do kurzu nominálního.

K první revalvacii přistoupila Slovenská republika po dohodě s členy eurozóny a členy kurzového mechanismu ERM II 19.března 2007. Nová centrální parita slovenské koruny byla stanovena na nové úrovni, jež činila 35,4424 EUR/SKK. S touto revalvací došlo také automaticky k úpravě flukтуаčních pásem. Hodnota spodní hranice pro povinné intervence byla stanovena na úrovni 30,1260 SKK/EUR, horní hranice činila 40,7588 SKK/EUR⁷³.

K poslední změně centrální parity slovenské koruny v rámci mechanismu ERM II (revalvace o 17,64%) došlo 28. května 2009. Úroveň nové centrální parity odpovídala 30,1260 EUR/SKK, zároveň byly upraveny hranice flukтуаčního pásma. Spodní hranice byla na úrovni 25,6071 SKK/EUR, horní 34,6449 SKK/EUR.

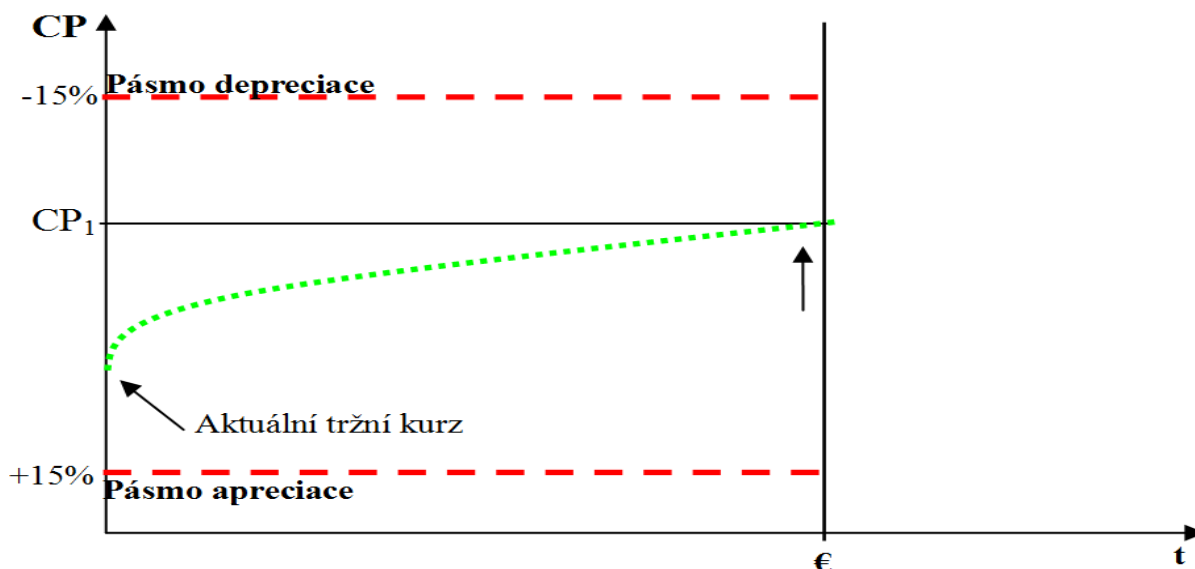
⁷³ Národná banka Slovenska [online]. 2007 [cit. 2011-03-06]. *Revalvácia centrálnej parity slovenskej koruny v ERM II*. Dostupné na WWW: <<http://www.nbs.sk/sk/euro/zavedenie-eura>>.

3.2.2 Centrální parita stanovena na úrovni nižší než aktuální kurz

Jinou možností je stanovení centrální parity na úroveň, která bude slabší než aktuální tržní kurz. V tomto případě centrální banka předpokládá, že trh vyhodnotí měnu dané země jako nadhodnocenou a bude docházet k její depreciaci, do té doby dokud nebude dosaženo její rovnovážné úrovně. Během pobytu v ERM II bude měna konvergovat směrem ke stanovené centrální paritě. V rámci tohoto scénáře může dojít k dvěma možným situacím, jak se může vyvíjet měnový kurz.

První možností je, že bude během pobytu v rámci ERM II docházet k postupné depreciaci a tržní kurz se bude přibližovat stanovené centrální paritě. Centrální banka v tomto případě nebude muset měnit nastavení centrální parity (viz graf č. 3.4)

Graf č. 3.4: Centrální parita na úrovni nižší než aktuální tržní kurz (situace 1)

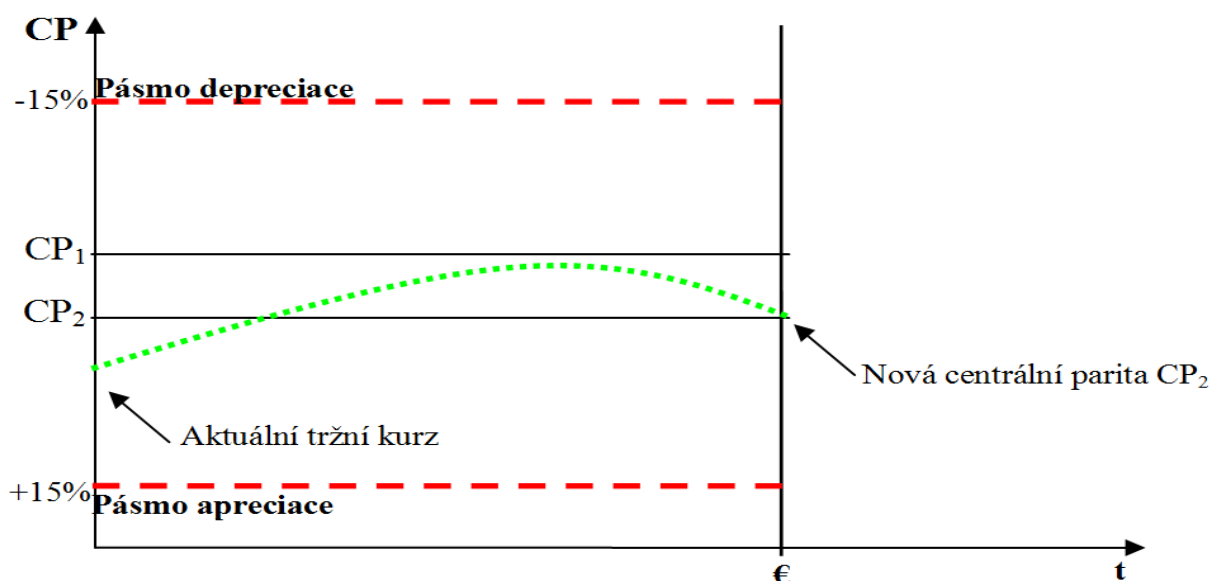


Zdroj: LACINA, 2011, vlastní úprava

Druhou zmiňovanou možností je, že bude během členství země v ERM II docházet k depreciaci měny stejným způsobem jako tomu bylo v prvním případě, avšak s tím rozdílem, že v jistém okamžiku trh usoudí, že centrální parita je neudržitelná, což povede k postupné apreciaci měny. Centrální banka v tomto případě provede revaluaci centrální parity z úrovně CP₁ na novou úroveň CP₂, se kterou také vstoupí do eurozóny⁷⁴.

⁷⁴ LACINA, Lubor, et al. *Euro: ano/ne?*. 1. Praha : Alfa, 2010. 319 s. ISBN 978-80-87197-26-4.

Graf č. 3.5: Centrální parita na úrovni nižší než aktuální tržní kurz (situace 2)



Zdroj: LACINA, 2011, vlastní úprava

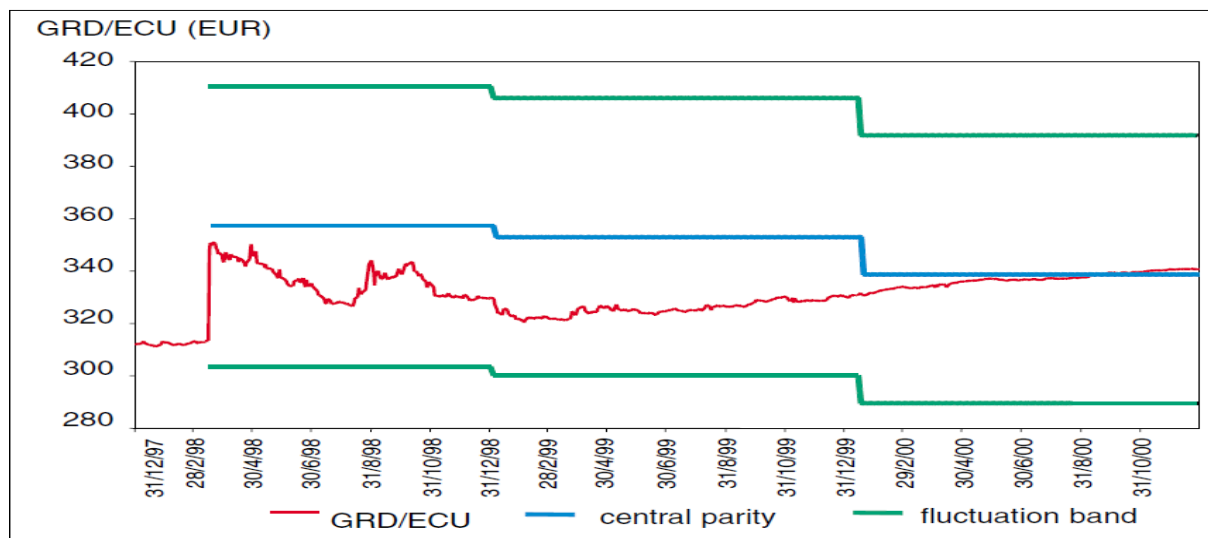
Nastavení centrální parity na úroveň nižší než je aktuální tržní kurz použila řecká centrální banka v době svého vstupu do původního mechanismu ERM. Řecká ekonomika se v době vstupu do systému směnných kurzů ERM potýkala se ztrátou konkurenceschopnosti na zahraničních trzích a zhoršujícím se deficitem běžného účtu platební bilance⁷⁵.

Z tohoto důvodu se řecká centrální banka rozhodla pro stanovení centrální parity na úrovni nižší než byla hodnota aktuálního tržního kurzu. Jak lze vidět v níže uvedeném grafu č. 3.6, centrální parita drachmy vůči ECU byla stanovena na úrovni 357 GRD/ECU se standardním fluktuačním pásmem $\pm 15\%$ ⁷⁶.

⁷⁵ Rovněž nepřiměřená fiskální politika a vysoké úrokové sazby oproti zahraničí způsobovaly řecké ekonomice nemalá potíže.

⁷⁶ Centrální parita byla stanovena o 14% níže než byl průměrný kurz drachmy v předcházejících deseti dnech.

Graf č. 3.6: Vývoj měnového kurzu GRD/EUR v rámci ERM/ ERM II v letech 1998 - 2000



Zdroj: NBS, 2011

Jak lze vidět, ve sledovaném období docházelo k postupné depreciazi řecké drachmy vůči ECU (červená linka). V této době také došlo v souvislosti se vznikem HMU k zavedení nového kurzového mechanismu ERM II. Změny se dočkala také centrální parita, jež byla nově stanovena vůči euru a to na úrovni 353,109 GRD/EUR. V lednu roku 2000 došlo k revaluaci řecké drachmy vůči euru o 3,5% na 340,75 GRD/EUR. Tržní kurz řecké drachmy se postupně blížil stanovené centrální paritě⁷⁷.

Na základě rozhodnutí Rady ECOFIN 19. června 2000 byl na základě této centrální parity stanoven výsledný přepočítávací koeficient řecké drachmy vůči euru. K 1. lednu 2001 se Řecko stává členem eurozóny⁷⁸.

3.2.3 Centrální parita stanovena na úrovni vyšší než je aktuální tržní kurz

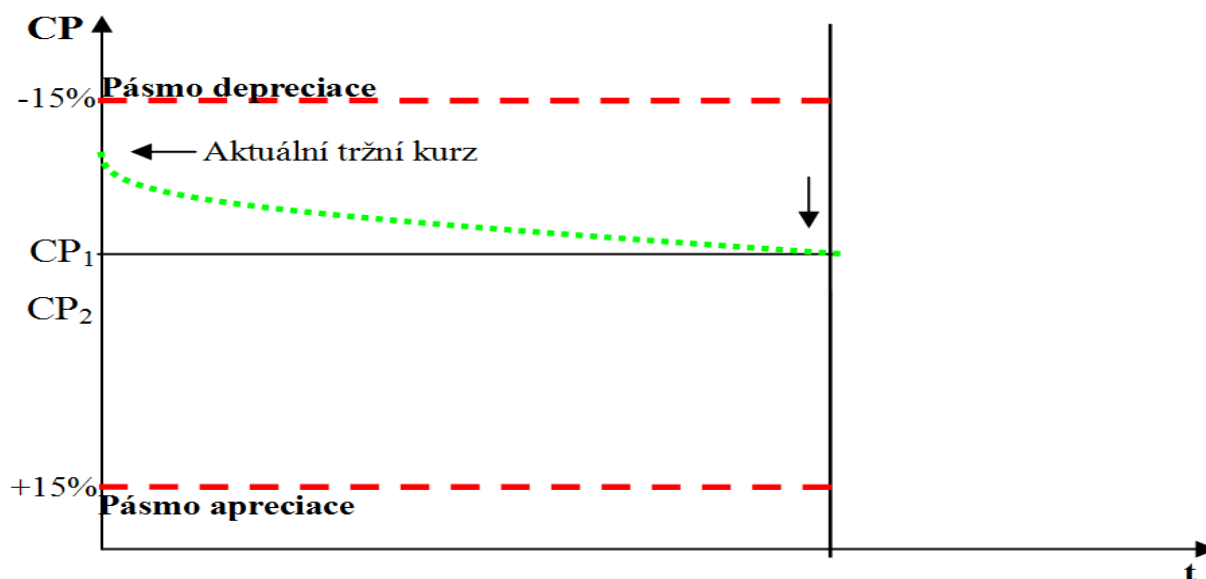
Poslední možností, jak může centrální banka stanovit svou centrální paritu, je stanovení centrální parity na úrovni vyšší než je aktuální tržní kurz. V době členství země v mechanismu ERM II bude tržní kurz postupně apreciovat a přibližovat se stanovené úrovni

⁷⁷ Vývoj kurzu řecké drachmy lze v rámci ERM/ERM II rozdělit na dvě období. V období od vstupu drachmy do ERM až do konce února 1999 docházelo k posilování směnného kurzu, což bylo způsobeno rozdílem úrokových sazeb mezi Řeckem a EMU. Monetární politika byla v tomto období restriktivní a jejím cílem bylo snížení inflace. V období od února 1999 do konce roku 2000 docházelo k postupnému oslabování drachmy a snižování úrokového diferenciálu vůči eurozóně.

⁷⁸ ČÁRSKÝ, Rastislav; KLAČANSKÁ, Martina; TVAROŠKOVÁ, Andrea. *The exchange rate and its role in the EMU* [online]. Slovakia : National bank of Slovakia, 2003 [cit. 2011-03-06]. Dostupné na WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/BIATEC/BIA08_03/6_9.pdf>.

centrální parity. V tomto případě je důležité, aby centrální banka byla schopna tuto centrální paritu udržet a zároveň o tom přesvědčit trh. K tomuto nastavení centrální parity by se mohly přiklonit země, jež se potýkají s relativně vyšší inflací, která za jinak nezměněných okolností vede k apreciaci reálného měnového kurzu. Celá tato situace je znázorněná v grafu č. 3.7.

Graf č. 3.7: Centrální parita na úrovni vyšší než aktuální tržní kurz (situace 1)



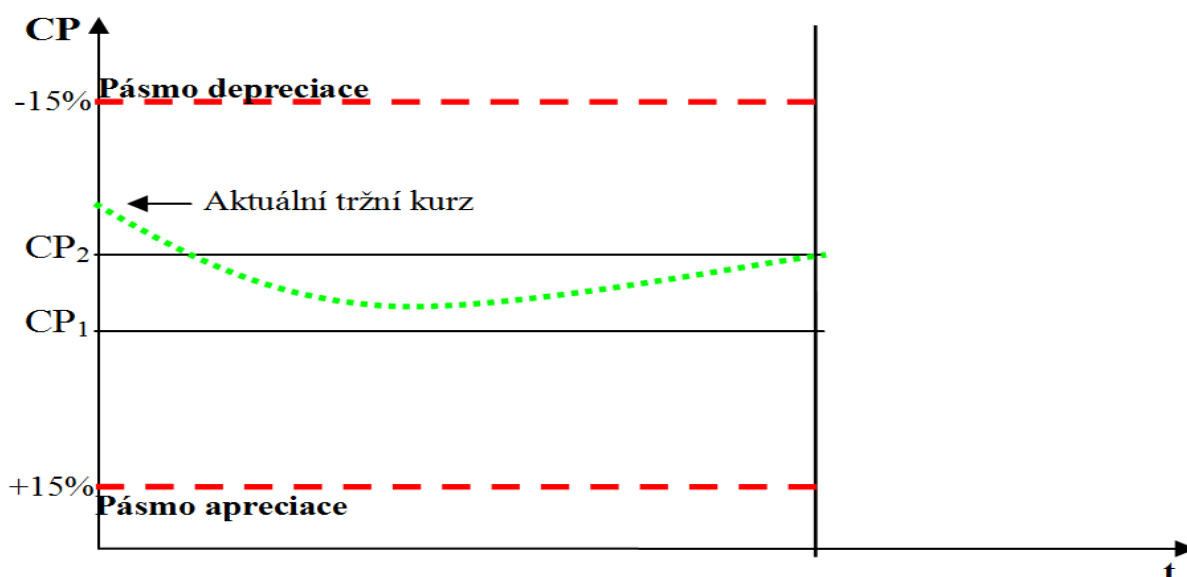
Zdroj: LACINA, 2011., vlastní úprava

Druhou možností, jež je znázorněná v obrázku č. 3.8, je situace kdy centrální banka příslušné země ztratí důvěru ekonomických subjektů. Počáteční apreciace tržního kurzu je vystřídána postupnou depreciací, na kterou centrální banka nemůže zareagovat jinak než, že provede devalvaci centrální parity.

Tato devalvace je ovšem v rozporu s kurzovým konvergenčním kritériem, které musí být plněno v době členství země v mechanismu ERM II. Dané zemi začne běžet nové dvouleté období, během kterého nesmí dojít k devalvaci centrální parity⁷⁹.

⁷⁹ LACINA, Lubor, et al. *Euro: ano/ne?*. 1. Praha : Alfa, 2010. 319 s. ISBN 978-80-87197-26-4.

Graf č. 3.8: Centrální parita na úrovni vyšší než aktuální tržní kurz (situace 2)



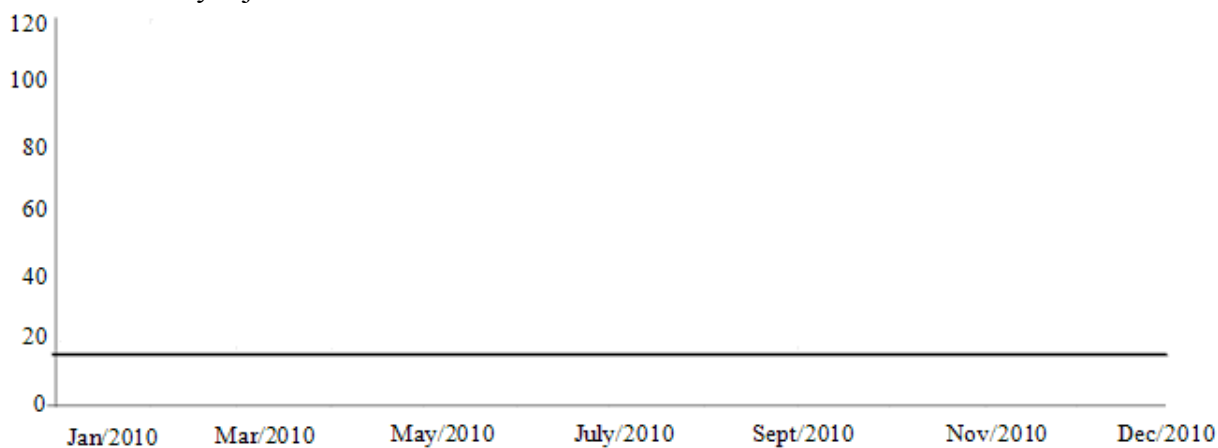
Zdroj: LACINA, 2011, vlastní úprava

Poslední zmíněný scénář nebyl v současné době (2011) použit žádnou zemí, která se nacházela popř. stále nachází v kurzovém mechanismu ERM II.

3.3 Estonsko v rámci ERM II

Nejmladší zemí, která absolvovala pobyt v ERM II a úspěšně přijala jednotnou měnu euro se stalo Estonsko.

Graf č. 3.9: Vývoj měnového kurzu EEK/EUR vůči euru v období 2004 - 2010



Zdroj: ECB, 2011

Jak lze vidět z výše uvedeného grafu, Estonsko se stalo členem mechanismu ERM II 28. června 2004, se stanovenou centrální paritou na úrovni 15,6466 EKK/EUR (znázorněno v grafu modrou vodorovnou linkou). Jelikož Estonsko používalo kurzový režim měnového výboru (blíže viz podkapitola 2.2.3), zavázalo se tuto stanovenou centrální paritu

udržet po celou dobu svého členství v mechanismu ERM II. Na základě konvergenční zprávy Evropské komise, jež byla zveřejněna v květnu 2010, bylo rozhodnuto, že Estonsko je způsobilou zemí pro vstup do eurozóny. Následně rozhodnutím Rady ECOFIN⁸⁰ bylo rozhodnuto, že Estonsko přijme společnou měnu euro k 1. lednu 2011⁸¹.

3.4 ERM II – přístupový proces

Charakteristickým znakem pro mechanismus ERM II je multilaterální postup členských zemí při řešení otázek související s funkcí tohoto mechanismu. Rozhodnutí jsou přijímána ministry zemí eurozóny, ECB a ministry a guvernéry národních centrální bank nečlenských zemí eurozóny⁸². Rozhodovacího procesu se také účastní zástupci Výboru pro ekonomické a finanční otázky (EFC) a Evropské komise. Pokud se chce daná země stát členem ERM II musí absolvovat několik procedurálních kroků.

Prvním krokem je *tzv. „kurzová procedura“*, jež je iniciována společným požadavkem ministra a guvernéra centrální banky země, která se chce zapojit do ERM II. Požadavek je adresován ministru ECOFIN, země která je v danou dobu předsednickou zemí, poté se schází *tzv. „Výbor pro ERM II“*, který svolává prezident EFC. Tento výbor je určitým „před-screeningem“ zemí žádající o zavedení eura. Výbor posuzuje makroekonomické podmínky jednotlivých kandidátských zemí, zejména z hlediska jejich slučitelnosti s fungováním kurzového mechanismu ERM II, dále probíhá diskuze týkající se správného nastavení centrální parity a fluktuačního pásma. Výsledky jednání jsou východiskem pro výše zmíněnou kurzovou proceduru.

Předposledním krokem je *tzv. „kurzová schůzka k ERM II“*, kterou svolává ministr ECOFINU předsedající země⁸³. Na této schůzce dochází ke konečnému schválení centrální parity a fluktuačního pásma. Na závěr je vydáno jménem EU *tzv. „závěrečné komuniké“*, jehož obsahem jsou informace a prohlášení týkající se nastavení centrální parity, fluktuačního pásma, intervenčních bodů. Je zde také vyjádření k hospodářské politice členské země ERM II a další⁸⁴.

⁸⁰ Nařízení Rady 974/99EC.

⁸¹ Eestipank [online]., *Report on the Adoption of the Euro*. 2009 [cit. 2011-03-06]. Dostupné na WWW: <http://www.eestipank.info/pub/en/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/euroyle/euro_1209.pdf>.

⁸² Ministři a guvernéři centrálních bank nečlenských zemí disponují pouze poradním hlasem.

⁸³ Tato schůzky se účastní ministři zemí eurozóny, ministři a guvernéři centrální bank zemí ležící mimo eurozónu, prezident ECB, zástupce Evropské komise a prezident a sekretář EFC.

3.5 Shrnutí

Kurzový mechanismus ERM II v souvislosti se vznikem HMU v roce 1999 nahradil původní mechanismus ERM, který byl spjat s původním Evropským měnovým systémem. Země, která vstoupí do mechanismu ERM II musí stanovit centrální paritu své měny vůči euru, jež se musí pohybovat v předem stanoveném fluktuačním pásmu. Centrální parita a fluktuační pásmo měn zúčastněných zemích ve vztahu k euru jsou stanoveny na základě dohody ministrů financí, ECB, guvernérů národních centrální bank a Evropské komise. Za standardní fluktuační pásmo uplatňované v rámci ERM II se považuje rozmezí $\pm 15\%$, což ale na druhou stranu nevylučuje možnost stanovit pásmo užší.

Intervenční podpora ECB národní centrální bance je prováděna, buďto na hraně fluktuačního pásma *tzv. „marginal interventions“* (je poskytována automaticky) nebo uvnitř fluktuačního pásma *tzv. „intramarginal interventions“* (ECB ji může, ale také nemusí podpořit). Centrální parita dané měny může být nastavena trojím způsobem: na úrovni aktuálního tržního kurzu, podhodnocena nebo nadhodnocena. Stanovená centrální parita nesmí být devalvována po dobu minimálně dvou let.

Devalvace centrální parity v rámci ERM II není přípustná a znamená porušení kritéria kurzové stability, země tak musí dvouletý pobyt absolovovat znovu. Oproti tomu revalvace centrální parity (překročení apreciační hranice) není vyhodnoceno jako porušení kritéria kurzové stability. V současné době jsou členy mechanismu ERM II tři země: Dánsko, Lotyšsko, Litva.

Následující kapitola bude věnována analýze přínosů a nákladů plynoucích z členství v kurzovém mechanismu ERM II pro Českou republiku.

⁸⁴ Česká národní banka [online]. *Kurzový mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium*. 2003e [cit. 2011-03-06]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_cervenec/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_p_rilohy_c_03_cervenec_p1.html>

4 Účast v ERM II: implikace pro Českou republiku

Obsahem této kapitoly je analýza problematiky týkající se účasti České republiky v kurzovém mechanismu směnných kurzů ERM II. V rámci kapitoly budou postupně rozebrány jednotlivé přínosy a rizika, kterým bude po vstupu do mechanismu ERM II Česká republika pravděpodobně vystavena. V závěru kapitoly pak bude provedena analýza přínosů a případných rizik, z hlediska jejich dopadu na českou ekonomiku.

4.1 Česká republika a členství v ERM II

Vstupem do Evropské unie (2004) se Česká republika rovněž zavázala přistoupit k třetí fázi hospodářské a měnové unie a přijmout společnou evropskou měnu euro. Aby tak mohla učinit, musí splnit konvergenční kritéria a úspěšně absolvovat pobyt v rámci kurzového mechanismu ERM II. Pokud se zaměříme na mechanismus ERM II, můžeme konstatovat, že se jedná o určitý „před-vstupní prostor“, kde se daná země připraví na přijetí jednotné společné evropské měny euro. Jak již bylo zmíněno v souvislosti s nastavením centrální parity v rámci mechanismu ERM II je vyžadováno, aby země, která aspiruje na vstup do eurozóny, uplatňovala režim fixního měnového kurzu. Česká republika již určité zkušenosti s pevným měnovým kurzem má, jelikož tento kurzový režim využívala v době své ekonomické transformace až do roku 1997, kdy byla nucena tento kurzový režim z důvodu měnové krize opustit. Od té doby používá Česká republika volně plovoucí kurz, který je v případě potřeby ovlivňován kurzovými intervencemi ze strany centrální banky⁸⁵.

Pokud se Česká republika rozhodne vstoupit do mechanismu ERM II, bude muset přejít z režimu volně plovoucího měnového kurzu na režim pevného měnového kurzu, což bude pro ní zcela nová situace, na kterou se bude muset připravit. Je potřeba mít na paměti, že režim pevného měnového kurzu v transformující se ekonomice plnil poněkud odlišnou úlohu ve srovnání s fungováním pevného měnového kurzu v relativně stabilní ekonomice⁸⁶.

Zde se dostáváme k potenciálním omezením, které s sebou přináší režim pevného měnového kurzu. Hospodářská politika dané země je tímto režimem do určité míry svázána a často se musí přizpůsobovat situaci, tak aby bylo vyhověno požadavkům na udržení daného

⁸⁵ V mnoha publikacích se lze setkat s tvrzením, že ČNB uplatňuje volně plovoucí měnový kurz, jelikož ze strany ČNB proběhla poslední kurzová intervence naposledy v roce 2003, i přes tuto skutečnost se dále hovoří o režimu řízeného floatingu.

⁸⁶ V transformující se ekonomice pevný měnový kurz plnil zejména stabilizační roli, jehož cílem bylo udržet stabilní inflaci.

měnového kurzu. Z toho plyne, že s tímto kurzovým režimem není slučitelná dlouhodobá deficitní fiskální politika, růst mezd, jež není podložen odpovídajícím růstem produktivity nebo neuvážená expanzivní měnová politika aj. Kromě těchto faktorů, jež mohou vést k rozkolísání měnového kurzu, je potřeba zmínit také specifická rizika, která jsou spjata se samotnou funkcí kurzového mechanismu ERM II. Jedná se o tato potenciální rizika: *nevhodné nastavení centrální parity, konflikt mezi plněním inflačního a kurzového kritéria, apreciační přestřelení kurzu a posuny termínu* v souvislosti s přechodem na společnou měnu.

Naopak mezi pozitiva, jež přináší členství v mechanismu ERM II lze zařadit *stabilizaci devizového kurzu* prostřednictvím ukotvení měnového kurzu, *stabilizaci inflace*, často je také zmiňován pozitivní vliv na *konzistentnost makroekonomických politik* dané země.

4.2 Strategie přistoupení České republiky k eurozóně

Ještě než se dostaneme k samotnému rozboru přínosů a rizik vyplývajících z členství České republiky v ERM II, je potřeba na tomto místě zmínit jeden důležitý dokument vypracovaný na úrovni Vlády ČR ve spolupráci s ČNB a ministerstvem financí (MF), který bývá průběžně aktualizován. Tímto dokumentem je *tzv. „Strategie přistoupení České republiky k eurozóně“*, kde jsou vymezena východiska procesu vstupu ČR do eurozóny včetně rozboru jednotlivých přínosů a rizik z tohoto členství plynoucí. Mimo jiné jsou zde také vymezeny podmínky vstupu ČR do kurzového mechanismu ERM II, včetně stanovení přibližné délky setrvání v tomto mechanismu. Na základě této strategie bylo rozhodnuto, že se Česká republika zapojí do mechanismu ERM II na minimálně možnou dobu⁸⁷. Tento požadavek, co nejkratšího setrvání v mechanismu ERM II plyne z obav ČNB, jež se týká možného vzniku měnových turbulencí, se kterými se může česká ekonomika potkat během svého členství v ERM II. Vláda ve spolupráci s ČNB každoročně hodnotí připravenost ČR pro vstup do eurozóny, z hlediska plnění maastrichtských kritérií a celkové sladěnosti ekonomiky ČR s eurozónou. Na základě těchto analýz je vládě doporučeno, zda má iniciovat proceduru vstupu české koruny do mechanismu ERM II, či nikoliv.

⁸⁷ ČNB [online]. Praha : 2003g [cit. 2011-04-14]. Strategie přistoupení České republiky k eurozóně
Dostupné z

WWW:
<http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_rijen/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_03_rijen_p.html>

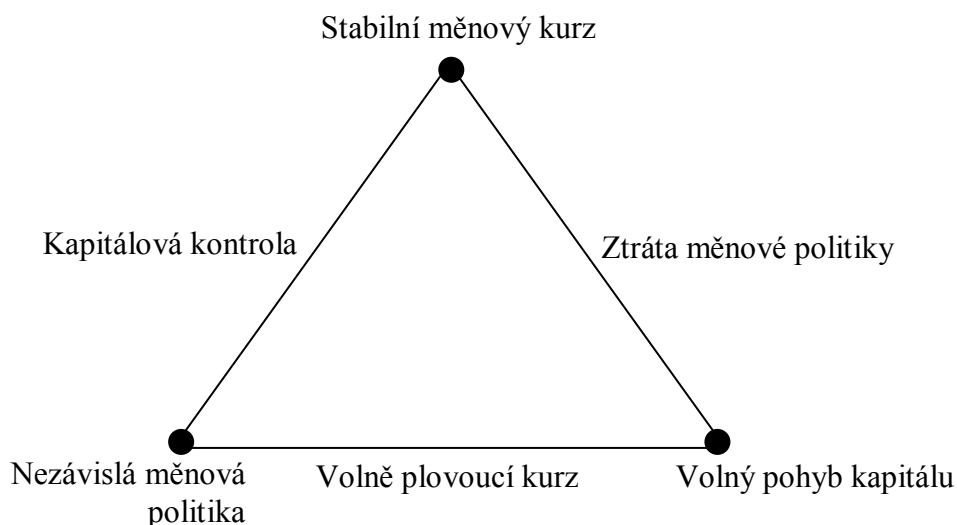
V současné době všechna uskutečněná vyhodnocení doporučila vládě nevstupovat do kurzového mechanismu EMR II. S tímto doporučením také úzce souvisí termín přijetí společné měny euro, který Česká republika dosud nestanovila. Strategie přistoupení ČR k eurozóně z roku 2003 pracovala s rokem 2010 jako s možným datem vstupu ČR do eurozóny. V aktualizované verzi této strategie, již žádný závazný, ani hypotetický termín vstupu do eurozóny stanoven nebyl⁸⁸.

4.3 ERM II – specifická rizika

4.3.1 Konflikt v oblasti plnění inflačního a kurzového kritéria

Prvním možným rizikem, které může zapříčinit nestabilitu měnového kurzu měny, která je zapojená do mechanismu ERM II, je konflikt mezi plněním inflačního a kurzového kritéria. Tento problém pramení z *tzv. „nedosažitelné trojice“* hospodářské politiky otevřené ekonomiky se třemi cíli, z nichž jsou dosažitelné pouze dva.

Obrázek č. 4.1: Nedosažitelná trojice hospodářské politiky otevřené ekonomiky



Zdroj: BALDWIN, R., WYPLOSZ, CH, 2011

V obrázku č. 4.1 je *tzv. „nedosažitelná trojice“*⁸⁹ hospodářské politiky znázorněna vrcholy trojúhelníku tzn. *nezávislá měnová politika, volný pohyb kapitálu a stabilní měnový kurz*. Například pokud by Česká republika chtěla dosáhnout stabilního měnového kurzu

⁸⁸ Pokud by Česká republika se hypoteticky Česká republika rozhodla vstoupit do kurzového mechanismu ERM II, v roce 2011, znamenalo by to, že společnou měnu euro nepřijme dříve než za dva roky tzn. v roce 2013.

⁸⁹ DE GRAUWE, Paul. *Economics of monetary union*. 7th edition. Oxford : Oxford University Press, 2007. 281 s. ISBN 978-01-9929-780-1.

a nízké inflace, musela by kontrolovat pohyb kapitálu⁹⁰. Jako druhá možnost by se nabízela volný pohyb kapitálu ponechat a zavést volně plovoucí kurz. K tomuto velmi dobře známému „trilematu“ hospodářské politiky se u nových členských zemí přidává další potenciální zdroj inflace, který je znám pod názvem *tzv. „Balassa – Samuelsonův efekt“*, který pojednává o rozdílném růstu produktivity a vývoji mezd v sektoru obchodovatelného a neobchodovatelného zboží⁹¹. Vlivem tohoto rozdílného vývoje se stává tento B-S efekt určitým zdrojem inflace. Vzhledem k tomu, že země usilují o nízkou inflaci, měl by být tento potenciální inflační tlak eliminován apreciací reálného měnového kurzu. Požadavek nízké inflace se ale dostává do konfliktu se stabilním měnovým kurzem.

Tento efekt se týká zejména nových členských států EU, které dosahují vyšší produktivity a rychlejšího růstu mezd ve vztahu k zahraničí (např. eurozóně). Výše uvedené faktory představují určitá rizika, která mohou vést ke vzniku tlaku na revaluaci domácí měny, což by v konečném důsledku mohlo vést k překročení apreciační hranice +15%, dále by s největší pravděpodobností byla měna příslušné země vystavena spekulativnímu útoku sázející na další apreciaci měny, což by si vynutilo korekci parity ze strany centrální banky, tím by došlo k ohrožení kurzového konvergenčního kritéria.

V souvislosti s plněním inflačního a kurzového kritéria také úzce souvisí nastavení měnové politiky dané země. Česká republika od roku 1997 používá jako svůj měnově-politický režim *tzv. „cílování inflace“*. Tento cíl ČNB je zakotven v zákoně č. 442/2000 Sb. , který upravuje zákon o ČNB č.6/1993 Sb. , kde se uvádí:

„Hlavním cílem České národní banky je péče o cenovou stabilitu. Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu. Česká národní banka jedná v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství.“

Inflační cíl⁹² ČNB je s platností od roku 2010 stanoven ve výši 2% s tolerancí ± 1 p.b. od stanoveného cíle⁹³. Z toho plyne, že Česká národní banka má v oblasti inflace, explicitně definovaný kvantitativní cíl, který se zavázala dodržet. V případě vstupu ČR do kurzového

⁹⁰ Vzhledem k existenci volného pohybu kapitálu, byl tento postup ze strany České republiky v přímém rozporu s pravidly fungování jednotného vnitřního trhu.

⁹¹ Blíže viz. BALDWIN, R., WYPLOSZ, CH. *Ekonomie evropské integrace*. 2. vydání. Praha GRADA Publishing, 2008, 480s. ISBN 978-80-247-1807-1

⁹² Inflační cíle ČNB viz. příloha č.3

⁹³ Tento inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP).

mechanismu ERM II, bude muset ČNB rovněž sledovat stanovený kvantitativní cíl v oblasti měnového kurzu. V jednu chvíli tak bude muset centrální autorita ČR sledovat dva cíle měnové politiky. Zde vzniká nesoulad s tzv. „*Tinbergenovým pravidlem*“⁹⁴, které říká, že centrální banka by při realizaci měnové politiky měla sledovat právě tolik cílů, kolika nástroji disponuje. Po vstupu ČR do mechanismu ERM II, bude ČNB nucena sledovat cíle v oblasti měnového kurzu a inflace, avšak bude disponovat pouze jedním nástrojem, tj. *řízením krátkodobých úrokových sazeb*⁹⁵. Tato skutečnost by mohla vést k jisté nesrozumitelnosti popř. erozi měnové politiky ČNB s dopadem na její kredibilitu v oblasti její stabilizační činnosti.

Výše uvedené problémy tzv. nedosažitelné trojice, působení B-S efektu a nesoulad mezi počtem cílů a nástrojů v oblasti řízení měnové politiky dané země, lze označit za faktory, kterým může být Česká republika vystavena, a které mohou negativně ovlivnit její pobyt v rámci mechanismu ERM II, zejména z hlediska plnění konvergenčních kritérií (inflace a měnový kurz).

4.3.2 Problematika správného nastavení centrální parity

Dalším specifickým rizikem vyplývajícím z pobytu v mechanismu ERM II se týká správného nastavení centrální parity, která by se neměla výrazně lišit od hodnoty měnového kurzu těsně před vstupem země do mechanismu ERM II. Příkladem nastavení centrální parity na výrazně odlišné úrovni lze na tomto místě uvést příklad řecké ekonomiky, která při svém vstupu do ERM v roce 1998 stanovila centrální paritu na úrovni 353,109 GDR/ECU, avšak tržní kurz před vstupem do ERM byl na úrovni 312 GDR/ECU. Na takto výrazné podhodnocení reagoval tržní kurz apreciací přibližně o 8%, což nebylo v souladu s původním úmyslem řecké centrální banky⁹⁶.

Opačným případem může být příliš nadhodnocena centrální parita, která oslabuje konkurenceschopnost domácí ekonomiky vůči zahraničí, jež může vést k devalvačním očekáváním, změně parity popř. k opuštění režimu pevného kurzu. Jako příklad nadhodnocené centrální parity lze uvést turbulentní období na počátku 90. let, které vyústilo v krizi EMS a následné opuštění mechanismu ERM ze strany Velké Británie a Itálie⁹⁷.

⁹⁴ Jan Tinbergen, nizozemský ekonom, předseda Centrálního plánovacího úřadu v Haagu, nositel Nobelovy ceny.

⁹⁵ Pro ovlivňování krátkodobých úrokových sazeb na mezibankovním trhu používá ČNB tzv. dvoutýdenní repo sazbu.

⁹⁶ Blíže o důvodech takto nastavené centrální parity ze strany centrální autority Řecka viz. podkapitola č. 3.2.2

⁹⁷ Blíže k této problematice viz. podkapitola 2.4.5

4.3.3 Vliv apreciačních očekávání na vývoj měnového kurzu

Země, která vstoupí do mechanismu ERM II, se rovněž může těšit zvýšené důvěryhodnosti v očích finančních trhů a zahraničních investorů. Tato důvěryhodnost plyne zejména z plnění maastrichtských kritérií tzn. nízká míra inflace, pozitivní vývoj fiskální ukazatelů aj. Tato zvýšená důvěryhodnost posléze vede za jinak neměnných okolností, ke zvýšení čistého přílivu zahraničního kapitálu do domácí ekonomiky. Kromě této skutečnosti, může do dané ekonomiky (v tomto případě jsou myšleny ekonomiky nových členských států EU) plynout zahraniční kapitál z tradičních důvodů, ať už je to stále nedokončený proces privatizace⁹⁸ na straně jedné popř. nedostatečná zásoba kapitálu v národním hospodářství na straně druhé. Na tomto místě je potřeba opět zmínit vliv B-S efektu, který přispěje svým dílem k vyšší míře inflace, jež bude následně vykompenzována odpovídající aprecií měnového kurzu. Svou roli bude hrát také zrychlený ekonomický růst, nárůst obchodu se zeměmi eurozóny popř. pokles rizikové premie.

Výše uvedené skutečnosti mohou vést k apreciačním očekáváním a měna příslušné země může být vystavena apreciačnímu spekulativnímu útoku, který v konečném důsledku povede k očekáváním opačným. Centrální banka dotyčné země bude muset na tuto situaci reagovat korekcí měnového kurzu tzn. přiblížení kurzu na úroveň stanovené centrální parity což povede k depreciaci měnového kurzu⁹⁹.

V této souvislosti lze zmínit maďarskou ekonomiku, která od roku 2001 uplatňuje režim fixního měnového kurzu se zavěšením na euro, se stanoveným flukтуаčním pásmem $\pm 15\%$. Z toho plyne, že kurzová politika Maďarska byla shodná s nastavením kurzového mechanismu ERM II, i když nebyla a stále není členem tohoto mechanismu¹⁰⁰. Jak lze vidět na grafu č. 4.1 vlivem přílivu zahraničního kapitálu došlo¹⁰¹ v roce 2001 k apreciaci maďarského forintu. V lednu 2003 došlo k apreciačnímu útoku na maďarskou měnu, na kterou musela maďarská centrální banka reagovat mohutnými kurzovými intervencemi¹⁰², aby nedošlo k vychýlení kurzu a překročení apreciačního pásma (červená přerušovaná čára)¹⁰³.

Jak lze v grafu dále vidět, kurz maďarského forintu se po celou dobu fungování režimu fixního kurzu pohyboval v apreciačním pásmu přibližně do roku 2007, poté kurz forintu

⁹⁸ Jako příklad lze uvést Maďarsko, které stále neukončilo proces privatizace.

⁹⁹ HELÍSEK, Mojmir. *Vstup ČR do eurozóny, ERM II a kurzové konvergenční kritérium*. Praha : Vysoká škola finanční a správní o.p.s., 2007. 174 s. ISBN 9788074080005.

¹⁰⁰ LACINA, Lubor, et al. *Euro: ano/ne?*. 1. Praha : Alfa, 2010. 319 s. ISBN 978-80-87197-26-4

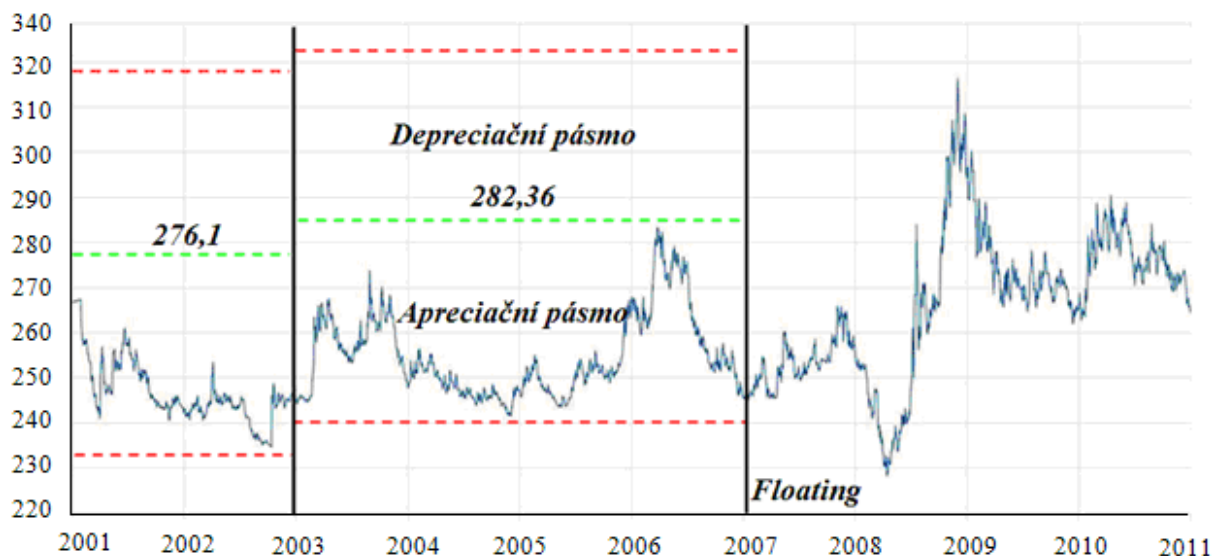
¹⁰¹ Svou roli také sehrál pokračující proces privatizace a kladný úrokový diferenciál.

¹⁰² Nákup deviz v hodnotě 5,8 mld. EUR.

¹⁰³ V této době také centrální banka maďarské republiky oznámila posunutí termínu přijetí společné měny euro, což je také pravděpodobně jeden z faktorů stojící za oslabením měnového kurzu maďarské měny.

mírně deprecioval a v roce 2008 došlo ze strany maďarské centrální banky k opuštění režimu fixního kurzu a přechod na floating¹⁰⁴.

Graf č. 4.1: Vývoj měnového kurzu HUF/EUR v letech 2001 - 2011



Zdroj: ECB, 2011

4.3.4 Termín přijetí společné evropské měny euro

Nejenom samotné stanovení termínu přijetí společné měny euro, ale také dodržení tohoto termínu hraje významnou roli. Hlavním rizikem, které vyplývá ze změny termínu přijetí eura spočívá v očekáváních, jež si vytvoří zahraniční investoři resp. finanční trhy. Tato očekávání mívají poměrně zásadní dopad na vývoj měnového kurzu, příliv zahraničního kapitálu do země apod. Pokud příslušná země nedodrží termín přijetí společné měny, jež si sama stanovila, ať už je to z důvodů neplnění maastrichtských kritérií nebo změny v politickém uspořádání země, vedou tyto skutečnosti k oslabení důvěryhodnosti ekonomiky zejména z hlediska jejího vývoje. Potenciální ztráta kredibility v důsledku výše uvedených faktorů může vést k odlivu zahraničního kapitálu ze země, změně úrokových sazeb a vzniku depreciačních očekávání, jež mohou vyústit v oslabení měnového kurzu¹⁰⁵.

Na tuto situaci by centrální banka musela reagovat kurzovými intervencemi popřípadě přistoupit ke změně centrální parity. Zkušenosti s oddálením stanoveného termínu přijetí společné evropské měny euro učinilo Maďarsko, které bylo odhodláno zapojit

¹⁰⁴ Je potřeba také zmínit, že pro bezproblémový pobyt v režimu fixního kurzu popř. v ERM II je velmi důležité, aby byl zachován soulad mezi fiskální a měnovou politikou. Jak je známo maďarská ekonomika se po celou dobu potýkala s narůstajícími deficity veřejných rozpočtů a s tlakem na růst mezd.

¹⁰⁵ HELÍSEK, Mojmir. *Vstup ČR do eurozóny, ERM II a kurzové konvergenční kritérium*. Praha : Vysoká škola finanční a správní o.p.s., 2007. 174 s. ISBN 9788074080005.

se do mechanismu ERM II v květnu 2004 s následným přijetím eura v roce 2008. Pod tíhou nepříznivých hospodářských výsledků a prohlubujícího se deficitu státního rozpočtu musela maďarská republika přistoupit k posunutí termínu vstupu do eurozóny, s tím se také posunul možný termín zapojení Maďarska do ERM II¹⁰⁶. Na tomto místě lze také zmínit Slovensko, které vstoupilo do kurzového mechanismu ERM II v roce 2005. Tento vstup se odehrál v době, kdy u vlády byla pravicová vláda¹⁰⁷. V roce 2006 se na Slovensku konaly parlamentní volby, které vyhrála sociálně demokratická strana Smer¹⁰⁸. Na základě tohoto povolebního vývoje vyvstaly obavy, zda nová slovenská vláda bude ochotna pokračovat v reformním úsilí předchozí vlády popř. zda nedojde k posunutí termínu vstupu Slovenska do eurozóny. Tyto skutečnosti se také odrazily ve vývoji měnového kurzu slovenské koruny. Do roku 2005 vykazoval kurz slovenské koruny apreciační trend. Po výsledcích parlamentních voleb v roce 2006 a výše uvedeným obavám došlo k překročení centrální parity v depreciačním pásmu o 0,7%¹⁰⁹. Na tuto skutečnost musela NBS reagovat silnými intervencemi, zvýšením úrokových sazeb a prohlášením, že Slovenská republika je odhodlána termín vstupu do eurozóny dodržet. Po těchto krocích depreciační tlaky ustaly a měnový kurz slovenské koruny začal opět posilovat¹¹⁰.

4.3.5 Vnější zdroje kurzové nestability

Kromě specifických rizik, která vyplývají ze samotného fungování mechanismu ERM II existují také další možné zdroje rizik, které ohrožují kurzovou stabilitu měny dané země. Země aspirující na vstup do mechanismu ERM II (např. státy SVE) by měly věnovat zvýšenou pozornost indikátorům týkajících se vývoje růstu mezd v ekonomice, výši deficitu státního rozpočtu a veřejného zadlužení, míry zadlužení domácností případně indikátorům poukazujícím na vnější zranitelnost způsobenou vysokým deficitem běžného účtu platební bilance. Dlouhodobě nepříznivý vývoj těchto indikátorů má negativní dopad na vývoj měnového kurzu dané země¹¹¹. Ačkoli jsou maastrichtská

¹⁰⁶ Novým termínem pro přijetí společné měny euro se stal rok 2010, avšak po finanční a hospodářské krizi, která velmi negativně ovlivnila maďarskou ekonomiku není vstup do mechanismu ERM II na pořadu dne. V současné době podobně jako Česká republika nemá Maďarsko stanoven žádný, ani hypotetický termín vstupu do ERM II tzn. samotný vstup do eurozóny je doposud velmi nejasný.

¹⁰⁷ Vládu v roce 2002 vedla strana Slovenská demokratická a křesťanská únia (SDKÚ) vedena Mikulášem Dzurindou.

¹⁰⁸ Předsedou je Robert Fico.

¹⁰⁹ HELÍSEK, Mojmir. *Vstup ČR do eurozóny, ERM II a kurzové konvergenční kritérium*. Praha : Vysoká škola finanční a správní o.p.s., 2007. 174 s. ISBN 9788074080005.

¹¹⁰ Vývoj měnového kurzu slovenské koruny v mechanismu ERM II viz graf č. 3.1

¹¹¹ Zvláště pokud země uplatňuje režim fixního měnového kurzu, je velmi důležité, aby byl zajištěn pozitivní a dlouhodobě udržitelný vývoj těchto indikátorů.

kritéria koncipována tak, aby byl zajištěn stabilní vývoj výše uvedených indikátorů¹¹², je důležité, aby země usilovaly také o dlouhodobou udržitelnost této konvergence tzn. aby nebylo preferováno pouze jejich krátkodobé splnění.

Posledním zdrojem kurzové nestability mohou být různé finanční, hospodářské a měnové krize, které se následně ze země, kde k tomuto zhoršení ekonomického vývoje došlo, šíří jako nákaza prostřednictvím obchodních kanálů do ostatních zemí. Pokud taková krize postihne hospodářsky významné země, popř. celý region, vede tato skutečnost k oslabení důvěry investorů a následným devalvačním očekáváním¹¹³.

4.4 Přínosy plynoucí z členství v mechanismu ERM II

4.4.1 Stabilizace měnového kurzu a inflace

Jednou z výhod, která je přisuzována kurzovému mechanismu ERM II je stabilizace devizového kurzu. Jak již bylo řečeno klíčovým prvkem v tomto systému je nastavení centrální parity měny členské země vůči euru. Takto stanovená centrální parita pomáhá zemím, které se účastní tohoto kurzového mechanismu dosahovat kurzové stability, jež je mimo jiné také důležitým prvkem v oblasti ekonomické konvergence. Zároveň zemím, které nejsou členy eurozóny, pomáhá mechanismus ERM II v procesu ekonomické konvergence ovlivňovat chování ekonomických subjektů resp. spekulantů, zejména pokud jde o vývoj měnového kurzu, což v konečném důsledku přispívá k větší důvěryhodnosti hospodářské politiky. Důvěryhodná hospodářská politika zpětně působí na měnový kurz (zvyšuje jeho stabilitu). Stabilizační role kurzového mechanismu ERM II prostřednictvím předem stanovené centrální parity spočívá především v omezení případných kurzových fluktuací.

Co se týče mechanismu ERM II a jeho příspěvku ke stabilní inflaci, vychází se zde z charakteristického rysu fixního měnového kurzu, který prostřednictvím stabilizace měnového kurzu pomáhá také stabilizovat dovozní ceny a inflační očekávání ekonomických subjektů.

¹¹² Nízká míra inflace, umírněná měnová politika, nízké úrokové sazby, dlouhodobě udržitelný stav veřejných financí.

¹¹³ Příkladem může být nedávná finanční a hospodářská krize (2008), jejíž ohnisko vzniku bylo ve Spojených státech amerických, odtud se následně šířila do ostatních zemí, zejména Evropy, kde následně došlo v mnohá zemích k prudkému zhoršení jejich ekonomického vývoje.

4.4.2 Konzistence makroekonomických politik

Jak již bylo několikrát zmíněno, kurzový mechanismus ERM II pracuje v režimu pevného měnového kurzu. Pro to, aby země mohly bez problému v rámci tohoto režimu fungovat a těžit z benefitů, který tento režim přináší, je důležité, aby její hospodářské politiky byly dostatečně sladěny, neboli jinak řečeno konzistentní¹¹⁴. V této souvislosti se často používá argument, který říká, že kurzový mechanismus ERM II ve své podstatě představuje účinný nástroj, který vytváří dostatečný tlak vedoucí k rychlejší konsolidaci veřejných financí a odpovědným politikám. Sladěnost makroekonomických politik, konsolidované a dlouhodobě udržitelné veřejné finance jsou důležitým předpokladem pro zachování flexibilní fiskální politiky, která může lépe reagovat na asymetrické šoky a jiné ekonomické výkyvy v době, kdy země nedisponuje autonomní měnovou politikou¹¹⁵.

¹¹⁴ Svou zkušenost s konzistentností učinila také Česká republika v době měnové krize v roce 1997, kdy došlo k prohloubení recese vlivem rozdílného pohledu na danou ekonomickou situaci ze strany vlády a ČNB.

¹¹⁵ ČNB [online]. Praha : 2003g [cit. 2011-04-14]. Strategie přistoupení České republiky k eurozóně

Dostupné z WWW:

<http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_rijen/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_03_rijen_p.html>

4.5 Analýza přínosů a rizik vyplývajících z členství v ERM II

4.5.1 Rozbor potenciálních rizik plynoucích z ERM II z hlediska jejich významnosti

V předešlém textu byly zmíněny hlavní faktory představující potenciální rizika a přínosy plynoucí z členství v kurzovém mechanismu ERM II. Obsah této závěrečné části kapitoly bude věnován analýze těchto faktorů, z hlediska významnosti a jejich případném dopadu na českou ekonomiku v případě vstupu České republiky do kurzového mechanismu ERM II.

Jak již bylo v úvodu této kapitoly řečeno, Česká republika dosud nemá stanoven žádný termín případného vstupu do eurozóny, a také rovněž není členem kurzového mechanismu ERM II, dá se očekávat, že v případě vstupu ČR do tohoto mechanismu bude centrální parita stanovena na úrovni aktuálního tržního kurzu, podobně jako to učinila Slovenská republika. Důvodem proč by měl být tento scénář v oblasti nastavení centrální parity zvolen hovoří zejména skutečnost, že měnový kurz české koruny vykazuje dlouhodobě apreciační trend vůči euru¹¹⁶. Z tohoto důvodu není velmi pravděpodobné, že by došlo ze strany centrálních autorit ČR k nastavení výrazně podhodnocené nebo nadhodnocené centrální parity. Vstupem do mechanismu ERM II bude muset ČR kromě inflačního cíle, také sledovat cíl v oblasti měnového kurzu. Pokud se ČNB zaměří na plnění inflačního kritéria tzn. bude se soustředit na udržení cenové stability, vyústí to v apreciaci nominálního měnového kurzu. Tato skutečnost vyplývá z rozdílného (vyššího) hospodářského růstu v ČR oproti eurozóně viz *tzv. „Balassa – Samuelsonův efekt“*. V české ekonomice se to projeví buď nárůstem cenové hladiny nebo aprecií nominálního kurz nebo kombinací obojího. Z toho plyne, že může dojít k ohrožení splnění těchto kritérií.

Na tomto místě je potřeba si položit otázku, jestli lze tato rizika považovat opravdu za hrozbu, jež by mohla České republice zkomplikovat pobyt v mechanismu ERM II? V případě *tzv. „Balassa – Samuelova efektu“* a jeho příspěvku k vyšší inflaci, který by měl podle ČNB být ve výši 1 – 1,5 p.b. lze tuto obavu vyloučit z hlediska konvergenčního kritéria v oblasti cenové stability, jehož definice z článku 1 Protokolu o kritériích konvergence zní:

¹¹⁶ Určitou výjimku tvoří rok 2009, kdy došlo k oslabení kurzu české koruny v důsledku světové finanční a hospodářské krize.

„...členský stát vykazuje dlouhodobě udržitelnou cenovou stabilitu a průměrnou míru inflace měřenou v průběhu jednoho roku před provedeným šetřením, jež nepřekračuje o více než 1,5 procentního bodu míru inflace nejvýše tří členských států, které v oblasti cenové stability dosáhly nejlepších výsledků...“

Z této definice vyplývá, že inflační kritérium umožňuje překročení inflace o 1,5 p.b, z čehož lze usoudit, že příspěvek B – S efektu bude v rámci dané tolerance a plnění inflačního kritéria tak nebude narušeno.

Tabulka č. 4.1: Vývoj míry inflace v České republice (v %)

2005	2006	2007	2008	2009	2010
1,6	2,1	3	6,3	0,6	1,2

Zdroj: EUROSTAT, 2011

Tabulka č. 4.1 ilustruje vývoj míry inflace v České republice v období 2005 – 2010. Při bližším pohledu lze konstatovat, že Česká republika toto kritérium neplnila v letech 2007 – 2008 vlivem nepříznivého vývoje exogenních faktorů (nárůst cen potravin energií), a také zavedenými administrativními opatřeními (ekologická daň, poplatky ve zdravotnictví, nárůst spotřebních daní aj.). V roce 2009 Česká republika kritérium plnila, tento vývoj byl zapříčiněn globální ekonomickou krizí a propadem české ekonomiky. Co se týče dalšího vývoje administrativní opatření povedou k růstu spotřebitelských cen, avšak pokud nenastanou nepředvídatelné šoky, bude kritérium plněno.

Co se týče kritéria kurzové stability, jak již bylo mnohokrát řečeno, jednou z podmínek přijetí eura je také splnění požadavků v oblasti pohybu měnového kurzu v rámci mechanismu ERM II, který předpokládá pohyb měnového kurzu dané země v pásmu $\pm 15\%$ s tím, že nesmí dojít k devalvaci jeho středu. Pásmo s celkovým rozpětím 30% je dostatečně široké na to, aby ČR absolvovala bez problémový dvouletý pobyt v rámci mechanismu ERM II. Problém by mohl nastat v případě aplikace užšího fluktuačního pásma o rozpětí $\pm 2,25\%$, která by byla vyžadována ze strany ECB¹¹⁷. Volatilita kurzu by pak toto pásmo nesměla překročit. Velkou nevýhodou tohoto úzkého pásma je, že může přilákat útok spekulantů, kteří se snaží testovat odolnost tohoto pevného kurzu¹¹⁸. V případě velkého útoku spekulantů by byla ČNB nucena mohutně intervenovat¹¹⁹, za účelem obrany svého měnového kurzu,

¹¹⁷ JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha : GRADA publishing, 2004. 742 s. ISBN 8024707691.

¹¹⁸ Následné výkyvy v měnovém kurzu měny dané země znamenají pro spekulanty vidinu potenciálního zisku.

¹¹⁹ Je potřeba mít také na paměti, že udržení kurzu v úzkém rozmezí $\pm 2,25\%$ za pomoci nadměrných intervencí příp. netržních opatření, může být vyhodnoceno jako nesplnění podmínek týkající se kurzové stability.

avšak pravděpodobnost úspěchu je mizivá (viz období spekulativních útoků na britskou libru či italskou liru).

V případě problematiky týkající se vlivu *apreciačních očekávání na vývoj měnového kurzu* české koruny, pokud se podíváme na zkušenost Slovenska, které během svého pobytu v ERM II dvakrát přistoupilo k revalvací centrální parity, nebyla tato skutečnost vnímána ze strany ECB jako porušení kurzového kritéria. Z toho lze usuzovat, že případná revalvace české koruny v tomto mechanismu by neměla znamenat výraznější komplikace pro Českou republiku v její cestě za přijetím společné měny euro.

4.5.2 Simulace hypotetického průběhu kurzu české koruny v mechanismu ERM II

Graf č. 4.2 ilustruje hypotetický průběh měnového kurzu české koruny v době vzniku kurzového mechanismu ERM II. Centrální parita odpovídá tržnímu měnovému kurzu, který k 1. lednu 1999 byl na úrovni 35,226 CZK/EUR. Při pohledu na níže uvedený graf, lze usoudit, že koruna vůči euru ve sledovaném období v průměru posilovala, za výjimky v tomto vývoji lze považovat rok 1999, druhou polovinu roku 2002 a také rok 2003. Od roku 2004 (rok, kdy se ČR stala členem EU) vykazuje kurz koruny v zásadě apreciační trend. Dále z uvedeného grafu lze vyčíst, že míra apreciacie koruny vůči euru byla tak výrazná, že pásmo pro apreciaci přesáhla již v roce 2002, poté se vrátila na nějaký čas zpět. Tento stav trval až do roku 2005, kdy vlivem dalšího zhodnocení měnového kurzu opět toto pásmo překročila. Období nejsilnější apreciacie zažila česká koruna v roce 2007 a v polovině roku 2008¹²⁰. Naopak největší oslabení zažila koruna pod tíhou světové finanční a hospodářské krize v roce 2009. V dalších letech docházelo k opětovnému posilování české koruny. Ačkoli uvedený graf představuje pouhou ilustraci možného vývoje měnového kurzu české koruny v rámci mechanismu ERM II, lze na základě trendu vývoje usoudit, že by Česká republika s největší pravděpodobností splnila kurzové konvergenční kritérium.

Na druhou stranu je potřeba zmínit, že tento kurzový vývoj neodpovídá na otázku schopnosti České republiky plnit podmínky, jež jsou nutné pro úspěšné absolvování pobytu v rámci kurzového mechanismu ERM II. Je otázkou zda by pobyt ČR v tomto mechanismu nevedl ke spekulativním útokům, jež by měly za cíl otestovat odhodlání ČNB udržet stanovenou centrální paritu.

¹²⁰ V této době také došlo ke slovní intervenci ze strany tehdejšího guvernéra ČNB Zdeňka Tůmy. Tato slovní intervence poté zastavila období trvalé apreciacie měnového kurzu české koruny.

Graf č. 4.2: Hypotetický vývoj CZK/EUR v kurzovém mechanismu ERM II



Zdroj: ECB, 2011 vlastní úprava

4.5.3 Měnová politika ČR a její případná (ne)konzistentnost

V podkapitole č. 4.3.1 byla zmíněn problém případné nekonzistentnosti měnové politiky v případě cílování inflace během členství ČR v rámci kurzového mechanismu ERM II. Jak již bylo zmíněno jde o problém, kdy centrální banka, která má v oblasti inflace explicitně stanovený inflační cíl a zároveň musí po vstupu do mechanismu ERM II také sledovat kvantitativní cíl v oblasti měnového kurzu, avšak tyto cíle může ovlivňovat pouze řízením *tzv. „krátkodobé úrokové sazby“*. S tímto problémem se setkala Maďarsko v roce 2003, kdy maďarská centrální banka usilovala o plnění inflačního cíle, ale také se snažila udržet stanovený měnový kurz forintu vůči euru. Když byla maďarská ekonomika stížena měnovou krizí v roce 2003, došlo ze strany centrální banky k obětování inflačního cíle ve prospěch měnového kurzu. Na základě tohoto kroku se podařilo stabilizovat měnový kurz, avšak za cenu vyšší inflace. České republice by mohl po vstupu do mechanismu ERM II hrozit podobný problém, se kterým se potýkala maďarská ekonomika v minulosti. Vzhledem k větší stabilitě české ekonomiky, nízké inflaci a důvěryhodné měnové politice ČNB, není hrozba tohoto rizika pro ČR tak výrazná jako v případě Maďarska¹²¹. Navíc toto riziko lze účinně omezit tak, že Česká republika setrvá v kurzovém mechanismu

¹²¹ Je potřeba zmínit, že v případě problémů Maďarska hrála významnou roli nejednota hospodářských politik. Na jedné straně stála centrální banka, která usilovala o plnění cílů v oblasti inflace a měnového kurzu, na straně druhé stála fiskální politika vlády, jež svou rozpočtovou politikou šla proti cílům centrální banky. Když se maďarská ekonomika dostala do potíží, vláda vyvíjela tlak na centrální banku, aby uvolnila měnovou politiku. Vzhledem k tomu, že centrální banka, chtěla splnit své cíle v oblasti inflace a měnového kurzu udržovala

ERM II pokud možno co nejkratší dobu tzn. 2 roky. Tímto opatřením by mělo dojít k minimalizaci tlaku na makroekonomický vývoj ČR vyplývající ze souběžného plnění inflačního a kurzového cíle.

4.6 Vnější zdroje kurzové nestability – hrozba pro Českou republiku?

V rámci podkapitoly č. 4.3.5 byly zmíněny příklady potenciálních zdrojů, jichž negativní vývoj může mít vážný dopad na stabilitu měnového kurzu. Jedná se o tyto zdroje: výše deficitu státního rozpočtu a veřejného zadlužení, růst mezd v ekonomice, míra zadlužení sektoru domácností a vnější zranitelnost prostřednictvím deficitu běžného účtu platební bilance.

4.6.1 Deficit státního rozpočtu a výše veřejného zadlužení

Pro úspěšné absolvování pobytu v mechanismu ERM II a úspěšné přijetí společné měny euro, je velmi důležité, aby hospodaření příslušné země nebylo doprovázeno nadměrnými rozpočtovými schodky a vysokou mírou zadlužení veřejného sektoru. Na tuto oblast je pamatováno v již námi dobře známých konvergenčních kritériích, kde jsou stanoveny kritéria pro velikost schodku v oblasti veřejných financí a veřejného dluhu. Definice pro oblast udržitelnosti veřejných financí ve smyslu článku 121 odst. 1 druhá odrážka Smlouvy zní:

„...poměr schodku veřejných financí a hrubého domácího produktu nesmí překročit 3 %.“

„...poměr veřejného dluhu a hrubého domácího produktu nesmí překročit 60 %.“

Pravidla fungování mechanismu ERM II umožňují případný vstup s měnově - politickým režimem cílování inflace. Během členství ČR v mechanismu ERM II může kurz české koruny vlivem konvergenčních procesů a případné realizaci fiskálních reforem nadále posilovat a potenciální inflační tlaky, které by mohly nastat, jak bylo uvedeno nemusejí být v konečném důsledku žádný problém. Jak již bylo v úvodu této kapitoly uvedeno, problém *tzv. „nedosažitelné trojice“* jasně vypovídá o tom, že měnová politika by plnění inflačního cíle a stabilního měnového kurzu bez pomoci flexibilní fiskální politiky obtížně zvládala. To je jeden z hlavních důvodů, jež jasně hovoří o nezbytnosti konsolidace veřejných

úrokové sazby v roce 2002 na vysoké úrovni. Mezi léty 2002 – 2003 úrokové sazby snížila, avšak na konci roku 2003 přistoupila k opětovnému zvýšení sazeb. Tato volatilita v oblasti úrokových sazeb v kombinaci s růstem deficitu veřejných financí vedla ke snížení důvěryhodnosti hospodářské politiky Maďarska.

financí a zejména o nutnosti jejich dlouhodobé udržitelnosti, tak aby česká ekonomika byla schopna pružně reagovat na nepříznivý ekonomický vývoj v nepříznivých časech.

Pokud se podíváme na vývoj salda vládního sektoru (tabulka č. 4.2), zjistíme, že celkový schodek rozpočtu v roce 2009 se pohyboval za hranicí 3% představující referenční hodnotu vyplývající z konvergenčních kritérií popř. tzv. „*Paktu stability a růstu*“¹²². Vláda se zavázala přijmout opatření vedoucí ke snížení deficitu pod uvedenou referenční hodnotu do roku 2013. Je důležité, aby v této oblasti nadále probíhala fiskální konsolidace a důraz byl kladen zejména na ovlivňování strukturální složky salda¹²³.

Tabulka č. 4.2: Saldo a dluh vládního sektoru ve vybraných zemích EU (v%)

	Saldo					Dluh				
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
EU 27	-1,4	-0,8	-2,2	-6,6	-4,5	60,7	58	60,9	72,9	71,3
Česká republika	-2,6	-0,7	-2,7	-5,8	-5,1	29,4	29	30	35,3	39,1
Slovensko	-3,2	-1,8	-2,1	-7,9	-7,8	30,5	29,6	27,8	35,4	42,5
Polsko	-3,6	-1,9	-3,7	-7,2	-7,9	47,7	45	47,1	50,9	55,4
Maďarsko	-9,3	-5	-3,7	-4,4	-3,8	65,7	66,1	72,3	78,4	79,8
Německo	-1,6	0,3	0,1	-3	-4	67,6	64,9	66,3	73,4	75,4
Francie	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	-7,7	63,7	63,8	67,5	78,1	82,9
Spojené království VB	-2,7	-2,7	-5	-11,4	-10,1	43,4	44,5	52,1	68,2	78,9
Itálie	-3,4	-1,5	-2,7	-5,3	-5	106,6	103,6	106,3	116	118,5

Zdroj: MF, 2011

Při pohledu na výše uvedenou tabulku č. 4.2, zachycující také vývoj veřejného dluhu, lze konstatovat, že se Česká republika z pohledu tohoto ukazatele drží na relativně dobré úrovni, avšak více než samotná výše veřejného dluhu je alarmující zrychlení dynamiky jeho růstu¹²⁴. V roce 2009 dluh překročil dlouhodobě udržitelnou horní mez 30% a dosáhl hodnoty 35,3% HDP. V roce 2010 se dluh zvýšil na 39,1% a ani v následujících letech se nepřepokládá nějaký jeho výraznější pokles. Z výše uvedeného lze jasně vyvodit, že pokud chce Česká republika vstoupit do mechanismu ERM II a úspěšně jím projít a přijmout společnou měnu euro, bude muset zajistit konsolidaci veřejných financí a jejich dlouhodobou udržitelnost.

¹²² Na konci roku 2009 byla s Českou republikou zahájena procedura při nadměrném schodku.

¹²³ Ministerstvo financí [online]. Praha : 2010 [cit. 2011-04-14]. *Fiskální výhled České republiky*. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ek_fiskalni_vyhledy.html>.

¹²⁴ Tuto skutečnost lze do jisté míry objasnit světovou finanční a hospodářskou krizí, která měla také dopad na českou ekonomiku v jejímž důsledku došlo k propadu příjmů do státního rozpočtu, což mělo negativní dopad na obstarávání dluhu ČR.

4.6.2 Vývoj růstu mezd v České ekonomice

Dalším důležitým faktorem, na který je důležité brát ohled, jak již bylo výše zmíněno, je růst mezd v ekonomice. Jako obecné východisko lze v tomto případě použít tzv. „Studie o kvantitativní teorii peněz“¹²⁵. Na základě této studie došlo k prokázání vzájemné korelace mezi růstem cenové hladiny a růstem peněžní zásoby. Proto, má-li být zachována cenová stabilita, je zcela zásadní, aby byl zachován rovnoměrný růst peněžní zásoby i růstu produkce¹²⁶. Z tohoto hlediska je proto důležité, aby byl vývoj růstu mezd v souladu s růstem produkce. Pokud by zde docházelo k nějaké významné a dlouhodobé disproporci (růst mezd by nebyl podložen adekvátním zvýšením produktivity), mělo by to za následek vznik inflačních tlaků, jež by v konečném důsledku měly negativní dopad na vývoj dané ekonomiky (ohrožení cenové stability, plnění inflačního kritéria, a také negativní dopad na měnový kurz).

Při pohledu na níže uvedený Graf č. 4.3, který srovnává růst produktivity práce a reálných mezd v období 2001 – 2008, lze konstatovat, že nové členské země zaznamenaly výraznější růst těchto veličin, než je tomu u původních zemích eurozóny. Na druhou stranu je však potřeba zmínit, že v těchto původních zemích eurozóny rostla produktivita práce rychleji než mzdy (zejména v Německu). U nových členských zemí tento vývoj zaznamenalo Polsko a Slovensko. V případě České republiky byl v tomto období zaznamenán růst mezd, jež mírně převyšoval růst produktivity¹²⁷. Lze přepokládat, že tato konvergence ve mzdové oblasti spolu s konvergencí v oblasti HDP a cenové hladiny bude pokračovat také v budoucnu¹²⁸. Na tomto místě je důležité, aby tato konvergence byla podložena odpovídajícím růstem produktivity. Pokud tento trend bude dodržen, nemělo by pro Českou republiku do budoucna v této oblasti vyplývat žádné potenciální riziko¹²⁹.

¹²⁵ Autorem této studie byl významný americký ekonom, představitel proudu monetarismu Milton Friedman.

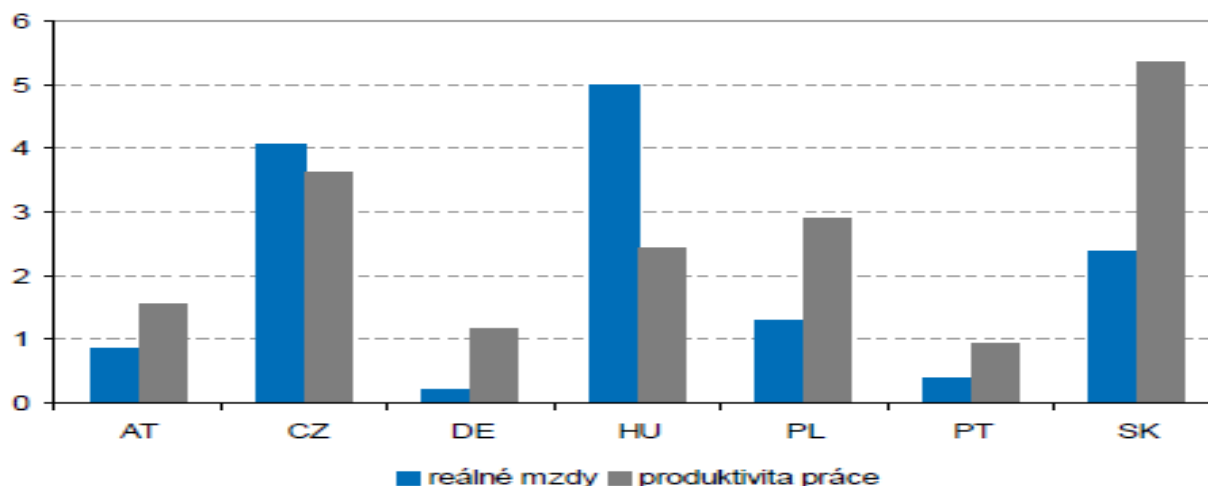
¹²⁶ ŽÁK, Milan. Hospodářská politika [online]. Praha : *Vysoká škola ekonomie a managementu*, 2010 [cit. 2011-04-14]. Dostupné z WWW: <http://www.karasmodel.wz.cz/BIVS_soubory/uc_hp_kapitola.pdf>.

¹²⁷ V Maďarsku lze sledované období zaznamenat velmi výrazný nárůst mezd oproti produktivitě práce.

¹²⁸ Konvergence České republiky k zemím eurozóny byla do jisté míry přerušena světovou finanční a hospodářskou krizí.

¹²⁹ ČNB [online]. Praha : *Analýza stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou*, 2010c [cit. 2011-04-14]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/analzy_sladenosti_2010.pdf>.

Graf č. 4.3: Průměrný růst produktivity práce a reálných mezd v období 2001 – 2008 (v %)



Zdroj: MF, 2011

4.6.3 Zadluženost domácností

Co se týče zadluženosti domácností, vyjádřená poměrem k HDP, došlo v České republice za rok 2009 ke zvýšení zadluženosti českých domácností na úroveň 31%. K nárůstu zadlužení došlo také i v ostatních sledovaných zemích, jak vyplývá z níže uvedené tabulky.

Tabulka č. 4.3: Zadluženost domácností (bankovní a nebankovní, % HDP)

	1998	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Česká republika	6,5	11,7	14,7	17,7	20,6	24,9	28,1	30,7
Rakousko	44,2	49	51,2	54,5	53,5	53,1	52	53,8
Německo	69,4	71,8	70,5	69,3	66,9	63,2	61,3	63,4
Portugalsko	47,3	72,7	77,2	82,4	87,3	90,4	92,6	97
Maďarsko	4	16,5	19,5	23,1	25,7	29,3	36,3	37
Polsko	6,4	13	13,4	15,1	18,5	22,9	30,3	32,3
Slovinsko	/	16,3	16,5	19,1	21,8	24,9	26	29,1
Slovensko	5,6	10,3	12,4	15,7	17,9	20,7	21,7	24,1
EA -16	/	54,3	56,4	59,4	61,3	62,1	62,7	65,7

Zdroj: ČNB, 2011

Pokud srovnáme míru zadlužení domácností České republiky s eurozónou, je stále na nižší úrovni. Při pohledu na míru hrubých úspor domácností, je zřejmé, že je výrazně nižší než je průměr eurozóny, což by se mohlo do budoucna jevit jako nevýhoda (viz Tabulka č. 4.4)¹³⁰.

¹³⁰ ČNB [online]. Praha : *Analýza stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou*, 2010c [cit. 2011-04-14]. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/analzy_sladenosti_2010.pdf.

Tabulka č. 4.4: Míra hrubých úspor domácností (% hrubého disponibilního důchodu)

	1998	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Česká republika	9,3	7,5	5,8	8,2	9,6	10,9	10,3	8,8
Rakousko	13,4	14	14,2	14,5	15,5	16,1	16,7	/
Německo	16,1	16,2	16,3	16,5	16,6	17,1	17,5	/
Portugalsko	10,6	10,6	9,8	9,3	8,1	6,2	6,4	8,8
Maďarsko	18,3	9,4	11,8	11	12,6	9,9	8,5	/
Polsko	14,4	10,2	10,4	9,6	9,2	9,9	6,5	/
Slovinsko	14	13,9	15,5	17,5	17,8	15,5	16,5	/
Slovensko	12,4	6,9	6,1	6,8	6,1	7,8	6,9	/
EA -16	/	14,6	14,5	14	13,7	14	14,1	15,6

Zdroj: ČNB, 2011

Pokračující trend růstu zadluženosti českých domácností a prohlubování disproporce mezi mírou úspor (viz Tabulka 4.3) a vysokým zatížením domácností splátkami úvěru, by mohlo v nejhorším případě vést k inflačnímu tlaku, na který by musela ČNB reagovat změnou úrokových sazeb tzn. jejich navýšení. Zvýšení úrokových sazeb by mohlo zpětně působit na schopnost domácností splácet své závazky, což by dále mohlo mít implikace na vývoj ostatních makroekonomických veličin (např. krize finančních institucí, pokles zaměstnanosti, spotřeby, nárůst vládních výdajů aj.). Výše nastíněný scénář by potom mohl komplikovat pobyt ČR v rámci mechanismu ERM II¹³¹. Každopádně, ačkoli jsou určité rozdíly mezi eurozónou a ČR, co se týče míry úspor a zadlužení domácností, neměly by mít tyto rozdíly výraznější vliv na transmissi měnové politiky¹³².

4.6.4 Vnější zranitelnost prostřednictvím deficitu běžného účtu platební bilance

Bilance na běžném účtu (BÚ) patří mezi nejsledovanější ukazatele a zachycuje čisté toky zboží, služeb, výnosů a jednostranných transferů. Běžný účet dané země se může dostat do přebytku nebo naopak skončit v deficitu. Deficit běžného účtu jinými slovy znamená, že vývoz zboží a služeb včetně čistých výnosů a jednostranných transferů nepokrývají dovoz zboží a služeb. Pokud má země dlouhodobě přetrvávající deficit BÚ, dojde ke znehodnocení domácí měny popř. k vynucené devalvaci v případě, že země uplatňuje fixní měnový kurz. V případě, že by se země účastnila kurzového mechanismu ERM II, byl by to problém,

¹³¹ V této souvislosti lze také uvést příklad Maďarska, které se v souvislosti s finanční krizí potýkalo s oslabením maďarského forintu. Problém je komplikován skutečností, že obyvatelstvo této země má půjčky a hypotéky v zahraničních měnách, především v euru, což činí splátky půjček a úvěru dražší. Česká republika tímto problémem netrpí.

¹³² V souvislosti s přijetím společné měny euro, by pravděpodobně došlo ke snížení úrokových sazeb v ČR, což by patrně „motivovalo“ domácnosti v dalším zadlužování a dále by se tak zvyšovalo riziko možného budoucího nesplácení těchto závazků. Určitou výhodou České republiky této oblasti je poměrně nízká úroveň reálných sazeb v posledních 5 letech, což do budoucna znamená nutnost menšího přizpůsobení směrem ke stavu po přijetí eura.

který by vyústil v útok spekulantů a pravděpodobně by byla tato země nucena opustit tento mechanismus. Při pohledu na níže uvedenou tabulku č. 4.5 je vnější nerovnováha České republiky, vyjádřená jako poměr salda běžného účtu k HDP, dosáhla ve 2. čtvrtletí 2010 v ročním vyjádření -1,1% (proti -1,4% v roce 2009). Za tímto vývojem stojí zlepšení obchodní bilance, jež převážila nad zhoršením bilance služeb a bilance výnosů. Schodek je v tomto rozsahu snadno financovatelný a riziko makroekonomické nerovnováhy je v tomto ohledu minimální¹³³.

Tabulka č. 4.5: Poměr salda běžného účtu k HDP (v %)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Obchodní bilance/HDP	-2,9	-2,7	-0,5	2	2	3,4	2,8	5	5,1	5,9
Běžný účet/HDP	-5,5	-6,2	-5,2	-1,3	-2,4	-3,2	-0,6	-1	-1,4	-1,1
Finanční účet/HDP	14,1	6,1	6,3	5,2	2,9	3,6	1,6	2,6	/	/
Zahraniční Zadluženost/HDP	33	34,7	35,9	38,3	37	38,9	43,6	43,8	44	44

Zdroj: MF, 2011

4.7 Ostatní faktory ovlivňující měnový kurz

Jako další případné faktory, které mohou ovlivnit bezproblémový pobyt České republiky v kurzovém mechanismu ERM II byly zmíněny faktory týkající se vývoje na domácí politické scéně, odklad termínu přijetí společné měny euro a vznik různých měnových a hospodářských krizí. V dokumentech týkající se vstupu do eurozóny pracovala Česká republika v roce 2003 s možným termínem vstupu do eurozóny kolem roku 2009 – 2010. Prakticky by to znamenalo, že by ČR musela vstoupit do ERM II nejpozději v roce 2007, avšak v roce 2006 byl termín přijetí společné měny euro vládou ČR odsunut a nový termín stanoven není. Jak bylo uvedeno na příkladu Maďarska (viz podkapitola č. 4.3.4) je poměrně důležité, aby země své závazky v oblasti stanoveného termínu vstupu do eurozóny pokud možno brala vážně a snažila se jej dodržet a udržela si status důvěryhodné země v očích finančních trhů a zahraničních investorů. Co se týče problému týkající se politického vývoje na domácí scéně, vyvstává zde pro Českou republiku, ani ne tak riziko, zda bude vládnout vláda v níž bude mít většinu pravici, či levice (viz problém Slovenska),

¹³³ Ministerstvo financí [online]. Praha : 2010 [cit. 2011-04-14]. *Fiskální výhled České republiky*
Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ek_fiskalni_vyhledy.html>.

vážnější problém v případě ČR je v oblasti stability těchto vlád¹³⁴. Pokud by se Česká republika nacházela v mechanismu ERM II může tato případná nestabilita na domácí politické scéně vést k oslabení důvěry v hospodářskou politiku ČR s následným dopadem na měnový kurz, což by se mohlo projevit kurzovými turbulencemi s následným opuštěním kurzového mechanismu ze strany ČR¹³⁵.

Poslední hrozbou, která může zkomplikovat pobyt ČR v rámci ERM II a její následný vstup do eurozóny jsou nejrozličnější měnové a hospodářské krize. Česká republika se již ve své minulosti setkala s *měnovou krizí* a to v roce 1997, která posléze vedla ke spekulativnímu útoku na českou korunu a následně k opuštění režimu fixního měnového kurzu. Důvodem vzniku této krize, byla liberalizace kapitálových toků na finančním účtu platební bilance ze strany ČNB. Tato liberalizace kapitálových toků ve spojení s režimem fixního měnového kurzu vyústila v nebyvalý příliv krátkodobého spekulativního kapitálu do České republiky. Na tuto skutečnost zareagovala ČNB rozšířením fluktuačního pásma z 5% na 15%, avšak toto opatření se ukázalo jako nedostatečné. Velký příliv zahraničního kapitálu vedl ke zrychlení růstu peněžní zásoby. Na tuto skutečnost centrální banka reagovala sterilizačními opatřeními, které se však ukázaly jako nedostatečné a nákladné. Pokud se ČNB rozhodla prodávat dluhopisy, vyvolávala tím na kapitálových trzích efekt vytěsnění, což vedlo k dalšímu růstu úrokových sazeb, jež lákaly další kapitál do země. Růst peněžní zásoby vlivem přílivu zahraničního kapitálu do země vedl k růstu agregátní poptávky, která bohužel narážela na produkční kapacity české ekonomiky. Tento růst se následně přeléval do dovozu, což mělo negativní dopad na obchodní bilanci ČR.

ČNB znepokojena tímto vývojem žádala vládu ČR o přitvrzení rozpočtové politiky, avšak nebylo jí vyhověno. ČNB se rozhodla jednat a přitvrdila měnovou politiku. V roce 1996 došlo ze strany ČNB k rozšíření fluktuačních pásem na 15% a bez konzultace s vládou zvýšila ČNB povinné minimální rezervy a úrokové sazby. Tato opatření vedla ke snížení růstu peněžní zásoby a úvěrů a česká ekonomika dostala brzdicí impuls v době, kdy již měla svůj vrchol ekonomického cyklu za sebou. Když se na jaře 1997 začala ohlašovat hospodářská recese, vláda na tuto skutečnost reagovala rozpočtovou restrikcí ve snaze udržet vyrovnané veřejné rozpočty. Vláda také očekávala, že ČNB na tuto skutečnost zareaguje uvolněním měnové politiky, avšak tak se nestalo. Zhoršující se ekonomická situace

¹³⁴ Vláda vzešlá z voleb roku 2006 nedokončila úspěšně své čtyřleté volební období, když v roce 2009 byla nucena podat demisi, poté co jí byla vyslovená nedůvěra. Následovalo období vládnutí tzv. „úřednické vlády“, jejíž činnost byla omezena pouze na řízení chodu státu do dalších řádných voleb. V roce 2010 byla zvolena vláda s dosud nejsilnějším zastoupením v poslanecké sněmovně, avšak je diskutabilní zda po mnoha skandálech, jež tuto vládu zmítají dokáže vládnout po celé funkční období.

v kombinaci s měnovou krizí v Asii vedla k tomu, že se investoři začali zbavovat české měny a zahraniční kapitál začal opouštět Českou republiku¹³⁶. ČNB se snažila českou korunu udržet ve fluktuálním pásmu prostřednictvím kurzových intervencí. V květnu došlo ke spekulativnímu útoku na českou korunu. Na tuto skutečnost ČNB zareagovala výrazným zvýšením úrokových sazeb, což následně vedlo k opuštění režimu fixního kurzu a přechodu na floating.

Pro Českou republiku by pobyt v rámci mechanismu ERM II mohl být problematický, pokud by se v tomto mechanismu nacházela v době, kdy naplno udeřila světová finanční a hospodářská krize. Vlivem této krize, jak ukazují data se Česká republika dostala do hospodářské recese.

Tabulka č. 4.6: Vývoj hrubého domácího produktu ČR ve stálých cenách v období 2005 - 2012 (meziroční změna v %)

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
6,3	6,8	6,1	2,5	-4,1	2,4(p)	2,3(p)	3,1(p)

p = predikce

Zdroj: EUROSTAT, 2011

Tento negativní hospodářský vývoj by měl také odpovídající dopad na přijetí resp. oddálení přijetí společné měny euro. V důsledku této recese docházelo k nárůstu schodku veřejných rozpočtů, čímž by bylo ohroženo plnění fiskálního konvergenčního kritéria. Vzhledem k případnému pobytu v rámci mechanismu ERM II by mohlo být také pro Českou republiku problém udržet fluktuace měnového kurzu české koruny ve stanoveném pásmu za současného plnění inflačního cíle. Je potřeba zmínit také skutečnost, že vlivem této hospodářské krize, kvůli které se ČR dostala do recese, měla také významný dopad na vývoj měnového kurzu, kdy zejména v roce 2009 došlo k největšímu oslabení kurzu koruny vůči euru. Této situaci rovněž neprospělo chování investorů, kteří neadekvátně reagovali na nepříznivé ekonomické informace ze středoevropského regionu¹³⁷. Výše uvedené skutečnosti by mohly za těchto okolností vést k velkým nákladům na udržení centrální parity koruny vůči euru, tak aby ČR mohla v rámci tohoto mechanismu dále fungovat nebo by byla Česká republika nucena

¹³⁶ HOLMAN, Robert. *Transformace české ekonomiky*. Praha : CEP, 2000. 106 s. ISBN 80-902795-6-2.

¹³⁷ Dokladem zmíněného jest znehodnocení středoevropských měn ve druhé polovině roku 2008 a začátku roku 2009. Investoři se pod obavami světové hospodářské krize a nestability tohoto regionu, začali hromadně zbavovat středoevropských měn, čímž dále umocňovali tlak na znehodnocení těchto měn.

tento mechanismu pod tíhou negativního kurzového a ekonomického vývoje opustit, což by pochopitelně vedlo také k oddálení přijetí společné měny euro.

4.8 Výhody plynoucí z ERM II - kritický pohled

Jako první výhoda plynoucí z ERM II byla zmíněna schopnost tohoto mechanismu přispět ke *stabilizaci měnového kurzu a inflace*. Pro připomenutí uveďme, že stabilizační úloha mechanismu ERM II v oblasti vývoje měnového kurzu by měla pramenit z oznámené centrální parity, která by měla ovlivňovat očekávání ekonomických subjektů v oblasti měnového kurzu (blíže k této problematice viz podkapitola 4.5.1). Při bližším pohledu je však zřejmé, že tato stabilizační funkce ERM II může být v praxi narušena několika okolnostmi. Jednak centrální parita může být změněna, což oslabuje její kredibilitu a signalizační roli v oblasti měnového kurzu. V případě tranzitivních ekonomik, jejichž měny dlouhodobě posilují v souvislosti s procesem reálné konvergence těchto ekonomik, může kredibilita centrální parity v čase erodovat. V této souvislosti je také potřeba zmínit, že se centrální parita může pohybovat v rámci standardního fluktuačního pásma $\pm 15\%$, což umožňuje poměrně značnou volatilitu měnového kurzu. Posledním argumentem zpochybňující stabilizační vliv ERM II je systém intervenční pomoci ze strany ECB.

Intervenční podpora se automaticky týká zásahů na hraně fluktuačního pásma. Důležitější by byly intervence uvnitř *pásma tzv. „intra-marginální intervence“*. Naopak jejich realizace ze strany centrální banky příslušné země (např. ČR) by mohla být ze strany ECB omezena¹³⁸.

Další výhodou, která by měla plynout z mechanismu ERM II je „blahodárný“ vliv stabilního kurzu na nižší a méně volatilní *inflaci*. Avšak kvůli existenci standardního fluktuačního pásma $\pm 15\%$, které umožňuje výrazné výkyvy devizového kurzu, je tento stabilizační efekt omezený.

Poslední výhoda se týká *konzistentnosti makroekonomických politik* tzn., že mechanismus ERM II vyvíjí účinný tlak, který by měl vést ke konsolidaci veřejných financí a odpovědným politikám. I zde se vyskytují argumenty, které tuto výhodu zpochybňují. Pokud by totiž země uplatňovala konzistentní politiky, bylo by možné uvažovat o přijetí společné měny bez nutnosti vstupovat do ERM II. Dále je zde otázka existence masivních kapitálových toků, jež v podobě finančních trhů testují schopnost hospodářských

¹³⁸ ČNB [online]. Praha : 2003f [cit. 2011-04-14]. *Kurzový mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium* Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_cervenec/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_03_cervenec_p1.html>.

autorit udržet daný kurz v daném flukтуаčním pásmu. Režim pevného měnového kurzu s flukтуаčním pásmem může vést k destabilizujícím kapitálovým tokům. Závěrem k tomuto bodu lze říct, že konzistentní a udržitelné hospodářské politiky by měly předcházet zavedení fixního kurzového režimu, nikoli naopak¹³⁹.

¹³⁹http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/analzy_sladenosti_2010.pdf

4.9 Shrnutí

Kurzový mechanismus směnných kurzů ERM II je jednou z klíčových součástí integrace členských států EU do eurozóny. Pobyt v tomto mechanismu, která musí každá země aspirující na vstup do eurozóny absolvovat je spojen s určitými výhodami, ale také i s některými riziky. Jako výhody lze uvést např. stabilizace měnového kurzu, a tím také omezení kurzového rizika, vyšší propojení s ECB zejména v oblasti kurzových intervencí, prohloubení obchodu v rámci JVT, stabilizace inflace a inflačních očekávání ekonomických subjektů apod.

Na druhou stranu pobyt v mechanismu ERM II přináší také určitá rizika. Jedním z nich je výrazné omezení měnové politiky dané země, tím, že se centrální banka této země musí výhradně soustředit na stabilizaci měnového kurzu. V případě, že by byl ohrožen cíl cenové stability, došlo by také k omezení případných kurzových intervencí, což by vedlo k rozkolísání měnového kurzu s neblahými dopady na ekonomický vývoj dané země.

Určitou komplikací může být pobyt v mechanismu ERM II pro země, jež před svým vstupem do tohoto mechanismu používaly režim plovoucího měnového kurzu. Tato ztráta autonomní měnové politiky by pro příslušnou zemi mohla vyústit v neschopnost vypořádat se s asymetrickým šokem, jež by zasáhl ekonomiku dané země.

Dále se zde vyskytuje problém nekonzistentnosti měnové politiky, jež je zdrojem možných komplikací pro země, jejichž centrální banky využívaly jako svůj měnově - politický režim cílování inflace. Kromě těchto přínosů a rizik, které plynou ze samotné podstaty fungování mechanismu ERM II, byly zmíněny také vnější zdroje, jež mohou mít destabilizující účinek na měnový kurz České republiky. Jako potenciální rizika byla označena: *nadměrný růst mezd*, vedoucí k inflaci a ztrátě konkurenceschopnosti, *deficit veřejných rozpočtů*, *vysoký veřejný dluh* vedoucí k inflačním tlakům a omezující schopnost hospodářských autorit adekvátně reagovat na případné asymetrické šoky, *zadlužení domácností*, jež by mohlo vyústit v neschopnost splácet své závazky s vážnými důsledky pro ekonomiku dané země a *vnější zranitelnost* dané země prostřednictvím deficitu BÚ PB.

Mezi další faktory ohrožující bezproblémový pobyt v rámci mechanismu ERM II byly také uvedeny aspekty týkající se politické stability a možnost vzniku měnových, hospodářských a jiných krizí během pobytu v rámci kurzového mechanismu ERM II.

5 ZÁVĚR

Vývoj poválečné měnové integrace států Evropských společenství (EU) dospěl přes mnohé obtíže a dílčí neúspěchy až do současného stádia Hospodářské a měnové unie, oblast, ve které je jediným zákonným platebním prostředkem jednotná společná evropská měna euro pro 17 států eurozóny, a kde Evropská centrální banka uplatňuje jednotnou měnovou politiku. Když došlo 1. května 2004 k rozšíření Evropské unie o Českou republiku, Polsko, Maďarsko, Slovinsko, Slovensko, Litvu, Lotyšsko, Estonsko, Maltu a Kypr, zavázaly se tyto státy také ke vstupu do 3. fáze Hospodářské a měnové unie a přijetí společné měny euro. Klíčovou podmínkou, pro zavedení společné měny euro je splnění konvergenčních kritérií a absolvování úspěšného pobytu v rámci kurzového mechanismu ERM II po dobu nejméně dvou let. V praxi, země která chce přijmout euro, musí vstoupit do mechanismu ERM II a zde udržovat měnový kurz s rozpětím $\pm 15\%$ od stanovené centrální parity, s tím, že nesmí dojít k devalvaci středu tohoto pásma, jehož šířka je $\pm 2,25\%$. Od rozšíření Evropské unie prošlo kurzovým mechanismem ERM II úspěšně Kypr, Malta, Slovinsko, Slovensko a k 1. lednu 2010 také Estonsko. V současné době jsou členy tohoto mechanismu Lotyšsko, Litva a Dánsko, které se mechanismu ERM II účastní zejména z důvodu kurzové stability, než že by usilovalo o přijetí společné měny euro.

V úvodu diplomové práce byly stanoveny dvě hypotézy. První z nich, zněla: „Vstup České republiky do mechanismu ERM II v roce 2012 lze doporučit“. Pokud by Česká republika hodlala vstoupit do mechanismu směnných kurzů ERM II např. k 1. lednu 2012, přišla by o možnost vykonávat autonomní měnovou politiku, která by musela být nahrazena dostatečně flexibilní fiskální politikou. Při pohledu na tabulku č. 4.2 zachycující vývoj veřejných financí, lze konstatovat, že se Česká republika potýká se zhoršujícím se stavem svých veřejných financí, což je jedno z konvergenčních kritérií, které v současné době neplní.

V prostředí ERM II, které pracuje v režimu fixního měnového kurzu, by mohl tento neutěšený stav veřejných financí ČR vést ke zhoršení schopnosti vypořádat se s asymetrickým ekonomickým šokem, což by zpětně kladlo zvýšené nároky na rozpočtovou politiku ČR. Nakonec by tato situace vedla k vysoké inflaci, ztrátě konkurenceschopnosti a znehodnocení měnového kurzu příp. spekulativnímu útoku na českou korunu. Z tohoto hlediska nelze České republice doporučit vstup do mechanismu ERM II. Hypotéza je na základě výše zmíněného vyvrácena.

Druhá hypotéza: „České republice hrozí po vstupu do ERM II měnová krize v kontextu krize 1997“.

Při pohledu na ekonomické parametry týkající se vývoje míry inflace, veřejných financí, HDP, zadluženosti domácností, běžného účtu PB, mezd a produktivity práce v rámci 4. kapitoly, lze konstatovat, že ekonomika České republiky je v dnešní Evropě považována za poměrně zdravou. Jak bylo uvedeno v kapitole 4.7, byla jednou z příčin měnové krize v České republice liberalizace kapitálových toků na finančním účtu, která vedla ve spojení s režimem fixního kurzu a vysokými úrokovými sazbami (vlivem vyšší inflace oproti zahraničí) k přílivu krátkodobého spekulativního kapitálu. Ekonomická situace České republiky je z dnešního pohledu mnohem stabilnější (dokončený transformační proces, stabilní finanční instituce, bankovní sektor, legislativa odpovídající mezinárodním standardům, kredibilní měnová politika aj.), zejména z hlediska vývoje inflace, která již nemá takový nestandardní průběh jako v době, kdy Česká republika procházela ekonomickou transformací (míra inflace se pohybovala v průměru kolem 10%). Při pohledu na tabulku č. 4.1 lze konstatovat, že hodnoty inflace se v průměru pohybují kolem 2%, což je v souladu s cenovou stabilitou definovanou ČNB a ECB. Také vývoj úrokových sazeb se řídí podle vývoje úrokových sazeb, jež panují v eurozóně. Z tohoto hlediska by neměl hrozit České republice masivní příliv krátkodobého spekulativního kapitálu, který by těžil z fixního kurzu a vysokých úrokových sazeb, podobně jako tomu bylo v 90. letech, a který by mohl vyústit v měnovou krizi během členství České republiky v kurzovém mechanismu ERM II. Na základě výše uvedených skutečností lze tuto hypotézu vyvrátit.

Cílem diplomové práce byl rozbor mechanismu směnných kurzů ERM II, jehož podstata fungování byla rozebrána a vysvětlena v rámci 3. kapitoly. V rámci poslední 4. kapitoly byly rozebrány rizika a přínosy, na které se bude muset Česká republika připravit. Určitým vodítkem ilustrující pobyt české koruny v mechanismu ERM II může být hypotetický průběh měnového kurzu koruny uvedený v grafu č. 4.2, kdy kurz české koruny vykazuje v dlouhém období apreciační trend, z čehož lze usoudit, že by Česká republika pravděpodobně neměla problém se splněním kurzového konvergenčního kritéria. Největší nevýhodou České republiky je současný stav veřejných financí, pokud by se podařilo tento stav zvrátit a zajistit jejich dlouhodobou udržitelnost, lze ostatní rizika eliminovat setrváním České republiky v mechanismu ERM II po co nejkratší dobu tzn. 2 roky.

Z tohoto hlediska by žádné významné nevýhody a případná rizika pro Českou republiku z členství v ERM II neměly plynout, avšak zcela jednoznačně se to potvrdí (a nebo vyvrátí), až Česká republika do tohoto mechanismu jednou vstoupí.

Abstrakt

Členství ČR v mechanismu směnných kurzů ERM II

Aleš Grym

Cílem této diplomové práce je rozbor mechanismu směnných kurzů ERM II. Pozornost práce je zejména věnována analýze potenciálních rizik a přínosů, které tento mechanismus zemím, které se ho účastní přináší. Diskutována je také otázka případného vstupu České republiky do tohoto mechanismu a zhodnocení, zda účast v tomto mechanismu je pro Českou republiku přínosem či naopak nevýhodou.

Diplomová práce je tématicky rozdělena do tří kapitol. První kapitola svým obsahem pojednává o systémech devizového kurzu, jejich klasifikaci a vlivu na hospodářskou politiku. V dalších částech kapitoly je pozornost věnována vývoji měnové integrace a měnových systémů ve světě od 2. poloviny 19. století až do současnosti. Druhá kapitola se již konkrétně zabývá podstatou fungování evropského mechanismu směnných kurzů ERM II, obsah kapitoly je věnován objasnění podstaty fungování a pravidlům, jež je třeba během pobytu v tomto mechanismu dodržovat, dále jsou zmíněny základní scénáře nastavení centrální parity na konkrétních příkladech zemí, které úspěšně absolvovaly pobyt v mechanismu směnných kurzů ERM II. Třetí kapitola je věnována analýze přínosů a rizik, které jsou s členstvím v mechanismu ERM II spojeny. V závěru kapitoly jsou jednotlivá rizika a přínosy diskutovány, z hlediska jejich možného dopadu na Českou republiku, pokud by do tohoto mechanismu v budoucnu vstoupila.

Abstract

The Czech Republic and membership in the ERM II

Aleš Grym

The aim of this thesis is to analyse the exchange rate mechanism ERM II. Attention work is primarily devoted to an analysis of potential risks and benefits that this mechanism to the countries participating in it brings. Also discussed the issue of possible accession of the Czech Republic into the mechanism and to assess whether participation in this mechanism is beneficial for the Czech Republic or, conversely, a disadvantage.

The thesis is divided thematically into three sections. The first chapter deals with the content of their exchange rate systems, classification and their influence on economic policy. In other parts of the chapter, attention is paid to the development of monetary integration and monetary systems in the world from 2 19th century to the present. The second chapter is specifically concerned with the fundamental workings of the European Exchange Rate Mechanism, ERM II, the contents of the chapter is devoted to clarifying the nature and rules of operation that is needed during their stay in the mechanism comply. Furthermore, the basic scenario discussed setting the central parity of concrete examples of countries that have successfully completed the stay in ERM II. The third chapter is devoted to analyzing the benefits and risks, which are membership in the ERM II connected. At the end of each chapter are the risks and benefits discussed in terms of their potential impact on the Czech Republic, if the mechanism in a future entry.

Seznam použité literatury

Knižní zdroje:

BALDWIN, R., WYPLOSZ, CH. *Ekonomie evropské integrace*. 2. vydání. Praha GRADA Publishing, 2008, 480s. ISBN 978-80-247-1807-1

BRŮŽEK, Antonín; SMRČKOVÁ, Gabriela; ZÁKLASNÍK, Martin . *Evropská měnová integrace a Česká republika*. 1. vydání. Praha : Velryba, 2007. 197 s. ISBN 978-80-85860-19-1.

BRŮŽEK, Antonín. *Realizace Evropské měnové unie a společné měny euro - první rok existence*. Aktuální otázky světové ekonomiky, č. 2/2000. Praha : VŠE, 2000. ISBN 80-245-0042-6

DE GRAUWE, Paul. *Economics of monetary union*. 7th edition. Oxford : Oxford University Press, 2007. 281 s. ISBN 978-01-9929-780-1.

DĚDEK, Oldřich. *Historie evropské měnové integrace : Od národních měn k euru*. 1. vydání. Praha : C.H. Beck, 2008. 260 s. ISBN 978-80-7400-076-8.

DURČÁKOVÁ, Jaroslava; MANDEL, Martin. *Mezinárodní finance*. Praha : Management Press, 2007. 487 s. ISBN 978-80-7261-170-6.

HELÍSEK, Mojmír. *Vstup ČR do eurozóny, ERM II a kurzové konvergenční kritérium*. Praha : Vysoká škola finanční a správní o.p.s., 2007. 174 s. ISBN 9788074080005.

HOLMAN, Robert. *Transformace české ekonomiky*. Praha : CEP, 2000. 106 s. ISBN 80-902795-6-2.

JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha : GRADA publishing, 2004. 742 s. ISBN 8024707691.

MUNDELL. R. A.: *The Monetary Dynamics of International Adjustment Under Fixed and Flexible Exchange Rates*, *The Quarterly Journal of Economics*, LXXXIV, No. 2, May 1960, pp. 227–257.

NĚMEČEK, E. *Mezinárodní měnový systém*. Praha : Nakladatelství KAROLINUM, 2000. ISBN 80-210-3641-9.

KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice. *International economics*. USA : Pearson Education, 2003. 782 s. ISBN 0-321-11639-9.

LACINA, Lubor , et al. *Euro: ano/ne?*. 1. Praha : Alfa, 2010. 319 s. ISBN 978-80-87197-26-4.

SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. *Ekonomie*. 1. vydání. Praha : Svoboda, 2007. 775 s. ISBN 978-80-205-0590-3.

VARADZIN, F., BŘEZINOVÁ, O. Hledání ve světě ekonomie: věda, metodologie, ekonomie, Praha: Profesional Publishing, 2003. ISBN: 80-86419-56-8.

Elektronické zdroje:

BACKÉ, Peter; THIMANN, Christian. *The acceding strategies towards ERM II and the adoption of the euro* [online]. Frankfurt nad Mohanem : ECB, 2004 [cit. 2011-03-06]. An analytical review, s. . Dostupné z WWW: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp10.pdf>>.

BANK OF ENGLAND [online]. 2010 [cit. 2011-03-06]. Dostupné z WWW: <<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/framework.htm>>.

BULGARIAN NATIONAL BANK [online]. 2010 [cit. 2011-03-06]. Dostupné z WWW: <<http://www.bnb.bg/AboutUs/AUAboutBNB/AUMission/index.htm>>.

CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC HUNGARY [online]. 2010 [cit. 2011-03-06]. Dostupné z WWW: <http://english.mnb.hu/Statisztika/data-and-information/mnben_statisztikai_idosorok/exchange-rates/mnben_vkosar>.

CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC LITHUANIA [online]. 2010 [cit. 2011-03-06]. Dostupné z WWW: <http://www.lb.lt/monetary_policy>.

ČÁRSKÝ, Rastislav; KLAČANSKÁ, Martina; TVAROŠKOVÁ, Andrea. *The exchange rate and its role in the EMU* [online]. Slovakia : National bank of Slovakia, 2003 [cit. 2011-03-06]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/BIATEC/BIA08_03/6_9.pdf>.

ČECH, Z.;KOMÁREK, L. (2002): Kurzová konvergence a vstup do eurozóny (I) - Existuje možnosť volby pro kandidátské země? Finance a úvěr, 06/2002

ČNB [online]. Praha : *Analýza stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou*, 2010c [cit. 2011-04-14]. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/analyzy_sladenosti_2010.pdf

ČNB [online]. 2011d [cit. 2011-04-22]. *Cílování inflace*. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html>.

ČNB [online]. 2003a [cit. 2011-03-06]. *Kurzový mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium*. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_cervenec/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_03_cervenec_p1.html

ČNB [online]. 2003b [cit. 2010-09-18] *Měnová integrace a její etapy*. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/download/menova_integrace_etapy.pdf>.

ČNB [online]. Praha : 2003e [cit. 2011-04-14]. *Kurzový mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium*.

Dostupné na WWW:
<http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_cervenec/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_03_cervenec_p1.html>.

ČNB [online]. Praha : 2003f [cit. 2011-04-14]. *Kurzový mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium*

Dostupné na WWW:
<http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_cervenec/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_03_cervenec_p1.html>.

ČNB [online]. Praha : 2003g [cit. 2011-04-14]. Strategie přistoupení České republiky k eurozóně

Dostupné z WWW:
<http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_rijen/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_03_rijen_p.html>

DENMARK NATIONAL BANK [online]. 2010 [cit. 2011-03-06]. *Foreing-exchange policy*.

Dostupné z WWW:
<http://www.nationalbanken.dk/DNUK/MonetaryPolicy.nsf/side/Exchange_Rate_Mechanism__ERM_II!OpenDocument>.

EESTIPANK [online]. [cit. 2011-03-06]. *Report on the Adoption of the Euro*. Dostupné z WWW:

<http://www.eestipank.info/pub/en/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/euroyle/euro_1209.pdf>.

EUROSKOP [online]. 2005 [cit. 2010-09-19]. *Mechanismus směnných kurzů*. Dostupné z WWW: <<http://www.euroskop.cz/320/sekce/mechanismus-smennych-kurzu/>>.

KLAUS, Václav; ZAHRADIL, Jan ; HOLMAN, Robert *Ekonomika, právo a politika : Sborník příspěvků ze seminářů. In Mundell - průkopník moderní mezinárodní ekonomie.* [online]. Praha : Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000 [cit. 2010-11-16]. Dostupné z WWW: <<http://www.cepin.cz/docs/dokumenty/sbornik04.pdf>>.

LATVIJAS BANKA [online]. 2010 [cit. 2011-03-06]. Dostupné z WWW: <<http://www.bank.lv/en/monetary-policy/exchange-rate-policy>>.

MF [online]. Praha : 2010 [cit. 2011-04-14]. *Fiskální výhled České republiky*
Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ek_fiskalni_vyhledy.html>.

NATIONAL BANK OF POLAND [online]. 2010 [cit. 2011-03-06]. Dostupné z WWW: <http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/informacje/polityka_pieniezna.html>.

NATIONAL BANK OF ROMANIA [online]. 2010 [cit. 2011-03-06]. Dostupné z WWW: <<http://www.bnro.ro/Exchange-rate-regime-of-the-leu--3648.aspx>>.

NÁRODNÍ BANKA SLOVENSKA [online]. 2007 [cit. 2011-03-06]. *Revalvácia centrálnej parity slovenskej koruny v ERM II.* Dostupné z WWW: <<http://www.nbs.sk/sk/euro/zavedenie-eura>>.

RIKSBANK [online]. 2010 [cit. 2011-03-06]. Dostupné z WWW: <<http://www.riksbank.com/templates/SectionStart.aspx?id=10604>>.

ZAVEDENIEURA[online]. Praha 1. Praha 1 : 2010a [cit. 2010-09-18]. *Počátky měnové spolupráce.* Dostupné z WWW: <http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/euro_pocatky_men_spolupr.html>.

ZAVEDENIEURA [online]. 2010b [cit. 2010-09-19]. *Paritní mřížka*. Dostupné z WWW: <[http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/vyklad_slovník.html?PG=P#Paritní mřížka](http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/vyklad_slovník.html?PG=P#Paritní%20mřížka)>.

ZAVEDENIEURA [online]. 2010c [cit. 2010-09-19]. *Indikátor divergence*. Dostupné z WWW: <http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/vyklad_slovník.html?PG=I>.

ZAVEDENIEURA [online]. 2010d [cit. 2010-09-18]. *Turbulentní období 1992-1993*. Dostupné z WWW: <<http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/666.html>>.

ŽÁK, Milan. Hospodářská politika [online]. Praha : Vysoká škola ekonomie a managementu, 2010 [cit. 2011-04-14]. Dostupné z WWW: <http://www.karasmodel.wz.cz/BIVS_soubory/uc_hp_kapitola.pdf>.

Seznam symbolů a zkratek

BÚ	Běžný účet
CZK	Kódové označení české koruny
ČNB	Česká národní banka
ECB	Evropská centrální banka
ECOFIN	Rada ministrů hospodářství a financí
ECU	Evropská měnová jednotka
EHS	Evropské hospodářské společenství
EMI	Evropský měnový institut
EMS	Evropský měnový systém
EMU	Evropská měnová unie
EPU	Evropská platební unie
ERM	Evropský mechanismus směnných kurzů
ERM II	Evropský mechanismus směnných kurzů II
ES	Evropská společenství
ESCB	Evropský systém centrálních bank
EU	Evropská unie
EUA	Evropská zúčtovací unie
EUR	Kódové označení evropské měny
GATT	Všeobecná dohoda o clech a obchodu
GBP	Kódové označení britské libry
GDR	Kódové označení řecké drachmy
HDP	Hrubý domácí produkt
HMU	Hospodářská a měnová unie
HUF	Kódové označení maďarského forintu
JVT	Jednotný vnitřní trh
MF	Ministerstvo financí
PB	Platební bilance
SDR	Zvláštní práva čerpání
SKK	Kódové označení slovenské koruny
USA	Spojené státy americké
USD	Kódové označení amerického dolaru
VB	Velká Británie

Seznam obrázků

Obrázek č. 3.1: Fixace jednotlivých měn v systému ERM II na společnou měnu euro.....	26
Obrázek č. 4.1: Nedosažitelná trojice hospodářské politiky otevřené ekonomiky	45

Seznam tabulek a grafů

Tabulka č. 3.1: Přehled zemí disponující svou národní měnou	30
Tabulka č. 4.2: Saldo a dluh vládního sektoru ve vybraných zemích EU (v%)	58
Tabulka č. 4.3: Zadluženost domácností (bankovní a nebankovní, % HDP)	60
Tabulka č. 4.4: Míra hrubých úspor domácností (% hrubého disponibilního důchodu)	61
Tabulka č. 4.5: Poměr salda běžného účtu k HDP (v %)	62
Tabulka č. 4.6: Vývoj hrubého domácího produktu ČR ve stálých cenách v období 2005 - 2012 (meziroční změna v %)	64
Graf č. 3.1: Centrální parita na úrovni aktuálního tržního kurzu (situace 1)	33
Graf č. 3.2: Centrální parita na úrovni aktuálního tržního kurzu (situace 2)	34
Graf č. 3.3: Vývoj měnového kurzu SKK/EUR v rámci ERM II v letech 2005 - 2008	35
Graf č. 3.4: Centrální parita na úrovni nižší než aktuální tržní kurz (situace 1)	36
Graf č. 3.5: Centrální parita na úrovni nižší než aktuální tržní kurz (situace 2)	37
Graf č. 3.6: Vývoj měnového kurzu GRD/EUR v rámci ERM/ ERM II v letech 1998 - 2000	38
Graf č. 3.7: Centrální parita na úrovni vyšší než aktuální tržní kurz (situace 1)	39
Graf č. 3.8: Centrální parita na úrovni vyšší než aktuální tržní kurz (situace 2)	40
Graf č. 3.9: Vývoj měnového kurzu EEK/EUR vůči euru v období 2004 - 2010	40
Graf č. 4.1: Vývoj měnového kurzu HUF/EUR v letech 2001 - 2011	49
Graf č. 4.2: Hypotetický vývoj CZK/EUR v kurzovém mechanismu ERM II	56
Graf č. 4.3: Průměrný růst produktivity práce a reálných mezd v období 2001 – 2008 (v %)	60

Prohlášení o využití výsledků diplomové (bakalářské) práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO)

má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);

- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové (bakalářské) práce bude uložen v Ústřední knihovně

VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;

- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla

vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

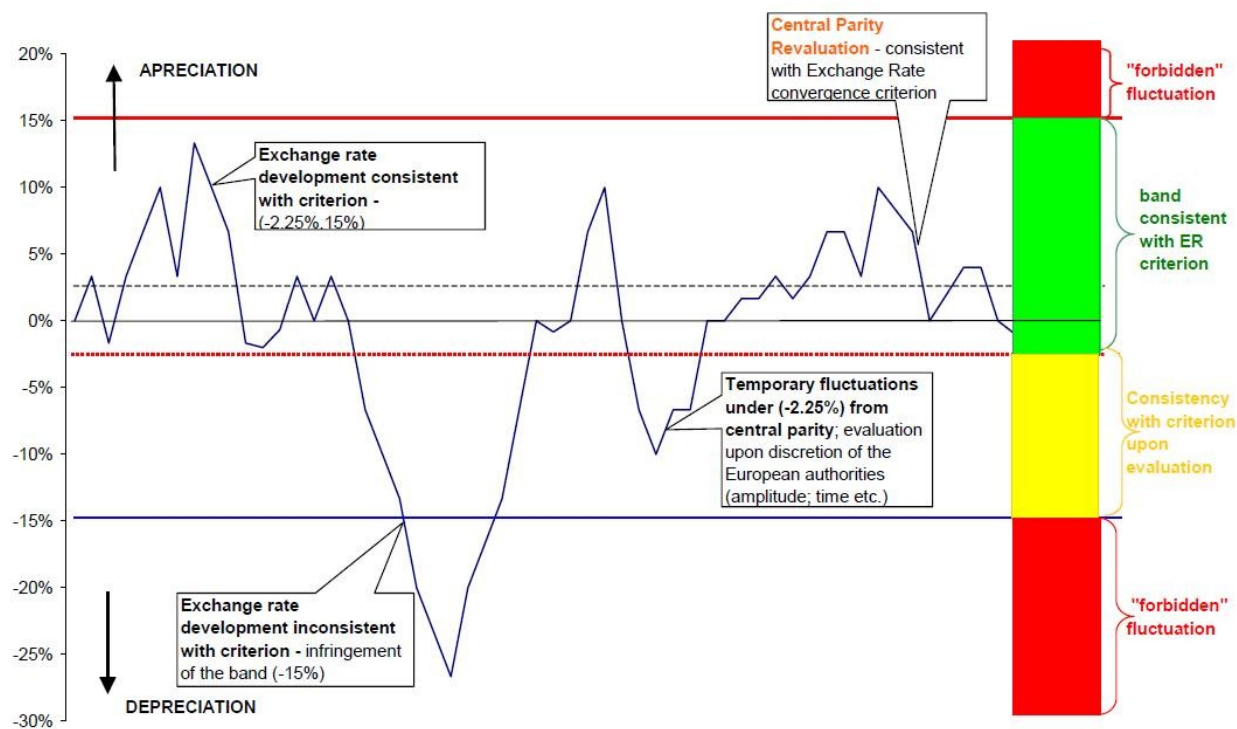
.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

Přílohy

Příloha č.1: Plnění kurzového konvergenčního kritéria



Zdroj: ČECH, Z.;KOMÁREK, L. (2002): Kurzová konvergence a vstup do eurozóny (I) - Existuje možnost volby pro kandidátské země? Finance a úvěr, 06/2002

Příloha č.2: Horní meze pro přístup k velmi krátkodobým finančním facilitám (v mil. eur)

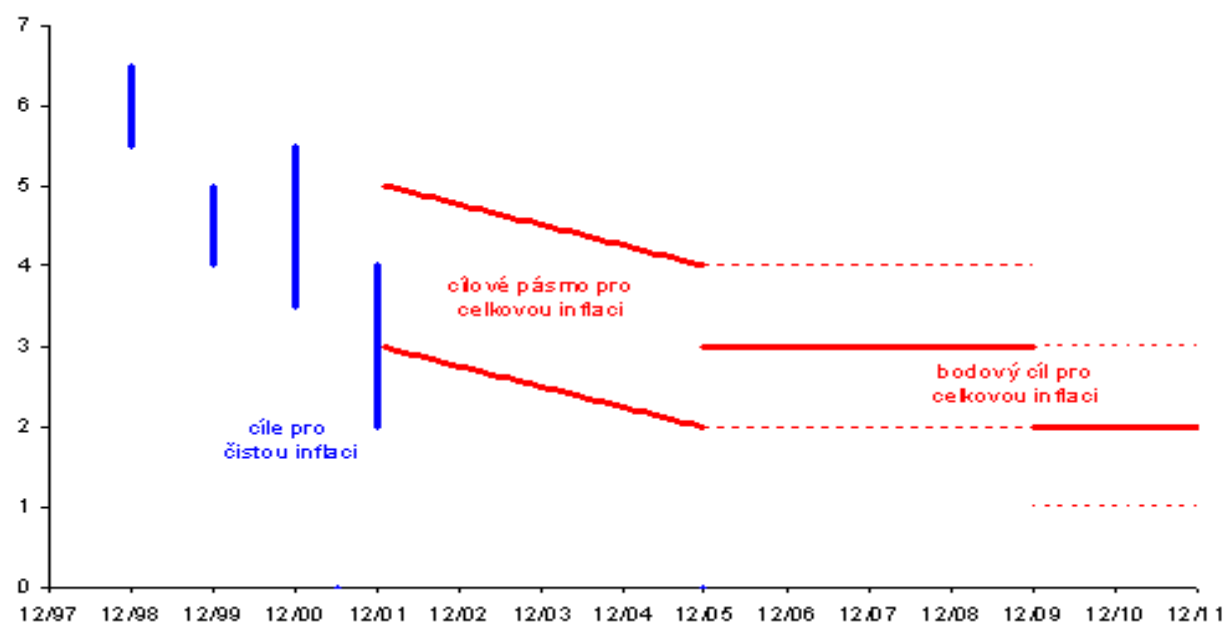
Centrální banky, které jsou stranami této dohody	Horní meze ⁽¹⁾
Българска народна банка (Bulharská národní banka)	530
Česká národní banka	710
Danmarks Nationalbank	720
Latvijas Banka	340
Lietuvos bankas	380
Magyar Nemzeti Bank	690
Narodowy Bank Polski	1 800
Banca Națională a României	1 030
Sveriges Riksbank	960
Bank of England	4 840
Evropská centrální banka	žádná

(1) Pro centrální banky, které nejsou účastníky ERM II, jsou uvedené hodnoty pouze teoretické.

Národní centrální banky eurozóny	Horní meze
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	žádná
Deutsche Bundesbank	žádná
Eesti Pank	žádná
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	žádná
Bank of Greece	žádná
Banco de España	žádná
Banque de France	žádná
Banca d'Italia	žádná
Central Bank of Cyprus	žádná
Banque centrale du Luxembourg	žádná
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	žádná
De Nederlandsche Bank	žádná
Oesterreichische Nationalbank	žádná
Banco de Portugal	žádná
Banka Slovenije	žádná
Národná banka Slovenska	žádná
Suomen Pankki	žádná*

Zdroj: ECB, 2011

Příloha č.3: Inflační cíle ČNB



Zdroj: ČNB, 2011

